

21 listopada 2008

KGHM

neutralnie

sektor metalowy

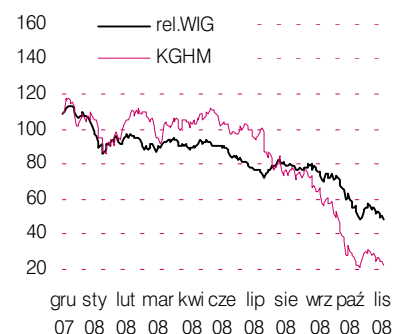
poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 22.4

Cena docelowa: 22.7

Perspektywy coraz gorsze

KGHM podał wyniki za III kwartał, które były wyższe od oczekiwań rynkowych głównie ze względu na zysk z rewaluacji opcji zabezpieczających ceny miedzi. Zysk netto wyniósł 718 mln PLN i był o 16% wyższy od oczekiwanych 620 mln PLN. Wynik na hedgingu był dodatni i wyniósł 87.9 mln PLN. Ceny miedzi po osiągnięciu szczytu na początku lipca systematycznie spadają i są już 63% niżej. Sądzymy, że w krótkim terminie powinno nastąpić wzrostowe odreagowanie na miedzi, jednak w perspektywie kolejnych kwartałów fundamentalna sytuacja mocno się pogorszy. Od naszej pozytywnej rekomendacji z października kurs KGHM wzrósł o 7%, gdy w tym samym czasie cena miedzi spadła o 12%, a perspektywy globalne pogorszyły się. Z tego powodu obniżamy nasze prognozy, a co za tym idzie cenę docelową z 34.8 do 22.7 PLN oraz rekomendację z kupuj do neutralnie.



Spółka zacznie przejadać gotówkę

Nasza ostatnia rekomendacja na akcje KGHM zakładała zdecydowane polepszenie się nastrojów na rynku miedzi. Sądziłyśmy też, że kurs akcji KGHMu przereagował w stosunku do fundamentów, i rzeczywiście kurs KGHMu był wyraźnie silniejszy od kursu miedzi w ostatnim czasie. Jednak kontynuacja spadków cen surowca i znaczne pogorszenie oczekiwań dotyczących gospodarki światowej sprawiają, że najprawdopodobniej spółkę czekają 2 lata, kiedy wyniki spółki będą blisko zera. Liczyliśmy, że spółka zacznie w większym stopniu zabezpieczać cenę miedzi na kolejne kwartały, co jednak nie miało miejsca. Dodatkowo KGHM będzie wydawać w najbliższych latach ok. 1 mld PLN rocznie na CAPEX. Oznacza to, że spółka najprawdopodobniej ograniczy dywidendę i będzie korzystać z nagromadzonej gotówki (1.85 mld PLN).

Max/min 52 tygodnie (PLN)	119/21
Liczba akcji (mln)	200
Kapitalizacja (mln PLN)	4 600
EV (mln PLN)	2 750
Free float (mln PLN)	2 562
Średni obrót (mln PLN)	165.0
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa
% akcji, % głosów	44.3

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	-14.9	-69.3	-80.6
Zmiana rel. WIG (%)	-1.6	-31.6	-25.2

Obniżenie rekomendacji do neutralnie

W związku ze zdecydowanym pogorszeniem się oczekiwań dotyczących przyszłych zysków, obniżamy naszą cenę docelową z 34.8 PLN do 22.7 PLN oraz rekomendację z kupuj do neutralnie. Uważamy, że w związku z oczekiwanymi niskimi zyskami oraz dużym CAPEXem spółka powinna być notowana poniżej gotówki oraz aktywów telekomunikacyjnych.

Marcin Palenik, CFA

(022) 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA	ROE (%)
2007	12 183.1	4 682.0	5 098.0	4 655.6	3 798.9	19.0	21.1	44.8	1.2	0.5	0.6	0.5	47.9
2008p	10 659.1	3 293.3	3 794.8	3 273.3	2 651.4	13.3	15.8	49.1	1.7	0.5	0.8	0.7	29.6
2009p	7 282.5	371.5	919.7	455.2	368.7	1.8	4.6	47.9	12.5	0.5	7.4	3.0	3.8
2010p	6 720.8	-298.9	290.6	-220.4	-220.4	-1.1	1.8	46.8	-20.9	0.5	-9.2	9.5	-2.3
2011p	7 873.8	581.9	1 209.9	638.8	517.5	2.6	5.7	49.4	8.9	0.5	4.7	2.3	5.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Wyniki KGHM za III kwartał a prognoza

mln PLN	III kw. 2007	III kw. 2008	zmiana	prognoza Millennium	wynik vs. prognoza
Przychody	3 410.7	2 719.7	-20.3%	2 795.0	-2.7%
EBITDA	1 533.9	1 013.4	-33.9%	880.0	15.2%
EBIT	1 428.0	896.0	-37.3%	764.0	17.3%
Zysk netto	1 149.1	718.1	-37.5%	618.8	16.0%
Marże					
Marża EBITDA	45.0%	37.3%		31.5%	
Marża netto	33.7%	26.4%		22.1%	

Źródło: KGHM, prognozy Millennium DM

Jednostkowe wyniki kwartalne KGHM

	III kw. 2007	III kw. 2008	zmiana I-III kw. 2007	I-III kw. 2008	zmiana	
Przychody	3 410.7	2 719.7	-20.3%	9 270.8	8 750.6	-5.6%
EBITDA	1 533.9	1 013.4	-33.9%	5 480.1	3 439.8	-37.2%
EBIT	1 428.0	896.0	-37.3%	3 695.3	3 090.5	-16.4%
Zysk netto	1 149.1	718.1	-37.5%	3 006.8	2 532.8	-15.8%
Marże						
Marża EBIT	41.9%	32.9%		39.9%	35.3%	
Marża EBITDA	45.0%	37.3%		59.1%	39.3%	
Marża netto	33.7%	26.4%		32.4%	28.9%	

Źródło: KGHM

Przychody ze sprzedaży w III kwartale na poziomie 2,720 mln PLN były niższe o 20.3% r/r, a jednostkowy zysk netto spadł o 37.5% do 718.1 mln PLN (z 1,149 mln PLN rok wcześniej). Warunki makroekonomiczne pogorszyły się zarówno kw/kw oraz zdecydowanie r/r. 20.3% spadek przychodów r/r wynikał przede wszystkim z 20.5% spadku cen miedzi licząc w PLN.

W III kwartale 2008 spółka miała zysk w wyniku hedgingu na poziomie 87.9 mln PLN, z czego 6.3 mln PLN stanowiło korektę przychodów, a 104.6 mln PLN stanowił wzrost wartości nierozliczonych opcji. Równocześnie spółka wykazała 23 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych z tytułu rozliczonych opcji. W III kwartale 2008 roku spółka wdrożyła strategię zabezpieczającą cenę miedzi o łącznym wolumenie 39 tys. ton i horyzoncie czasowym przypadającym na IV kwartał 2008 i I kwartał 2009 r.

Spółka pozostaje zabezpieczona dla części sprzedaży miedzi planowanej w IV kwartale 2008 roku (73.5 tys. t) i w I połowie 2009 roku (63 tys. t) oraz dla sprzedaży srebra w IV kwartale 2008 roku (90 ton) i w I połowie 2009 roku (298 ton). Pozycja walutowa jest zabezpieczona na IV kwartał 2008 dla 450 mln USD i w 2009 roku dla 540 mln USD.

Trzeba przyznać, że niewielka wartość wolumenów jakie spółka zabezpieczyła, negatywnie nas zaskoczyła. Sądziliśmy, że wraz ze spadkiem cen miedzi i ich zbliżania się do break even dla spółki, KGHM będzie w większym stopniu zabezpieczać swoje pozycje. W tej sytuacji nie widzimy już jakiegokolwiek logiki w polityce zabezpieczeń. Wcześniej spółka zapowiadała, że nie hedguje przy wysokich poziomach, gdyż celem polityki jest nie dopuszczenie do generowania strat, co sugerowałoby wzmożone zabezpieczenia przy cenie miedzi bliskiej break even. Niestety nie było to widoczne w III kwartale. Sądzymy więc, że polityka zabezpieczeń przynosi jeszcze większe szkody po pełnym cyklu niż nam się to wydawało wcześniej (w latach 2006-2007 straty na hedgingu wyniosły 2.8 mld PLN, a podczas ostatnich szczytów spółka zahadgowała tak niewielkie wartości, że odzyska co najwyżej kilkaset milionów PLN).

W III kwartale 2008 roku w KGHM wyprodukował 133 tys. ton miedzi elektrolitycznej (tyle samo sprzedała), w tym 31 tys. ton z zakupionych materiałów miedzionośnych. Wartość produkcji miedzi ze wsadów własnych wyniosła 102 tys. ton, czyli o 9.7 tys. ton mniej niż w zeszłym roku i o 2 tys. ton mniej kw/kw. Oznacza to stały spadek produkcji ze wsadów własnych, częściowo spowodowany pogarszaniem się rudy (zawartość miedzi w urobku z 1.69% do 1.62%).

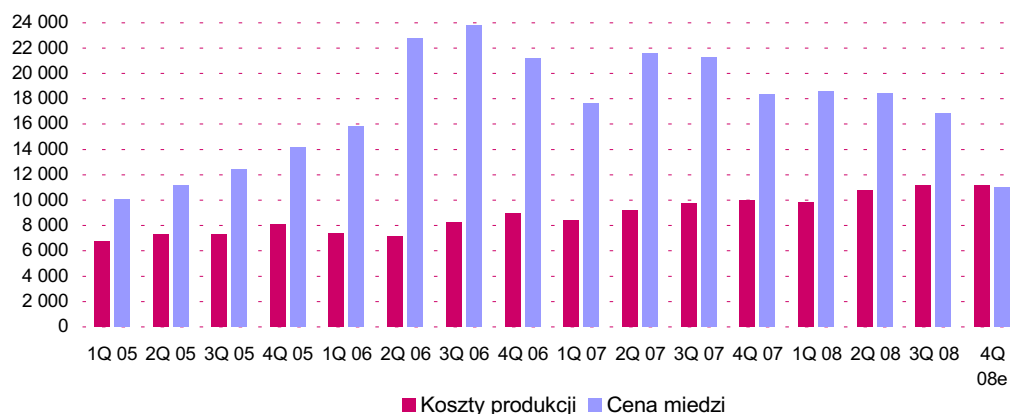
Rosnące koszty produkcji

Koszty produkcji miedzi w spółce systematycznie rosną. W III kwartale wyniosły 12,690 PLN/t i w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku były wyższe o 6% r/r. Stało się to pomimo spadku cen miedzi, która spowodowała spadek o 18% kosztów jednostkowych ze wsadów obcych. Jednak koszt produkcji ze wsadów własnych doszedł do poziomu 11,197 PLN/t (15% wyżej r/r), co było głównie spowodowane mniejszą produkcją oraz wzrostem kosztów energii i płac.

Koszty produkcji przekraczają ceny miedzi

Aktualne koszty produkcji ze wsadów własnych na poziomie 11.2 PLN/t przekraczają notowania cen miedzi. Biorąc pod uwagę silne spadki cen miedzi w ostatnim czasie, spółka dodatkowo prawdopodobnie traciła na zapasach wsadów obcych. Oznacza to, że w IV kwartale spółka powinna wygenerować wynik nieznacznie odbiegający od zera, choć dodatni ze względu na pozycje zabezpieczające na poziomie 55% sprzedaży miedzi. Spółka więc znajduje się na krawędzi break even. Przedstawiciele KGHM wprawdzie mówią, że będą się starać zmniejszyć koszty w najbliższym czasie, ale raczej jest mało realne, aby w najlepszym przypadku dały więcej niż 100-200 mln PLN oszczędności rocznie. Oznacza to, że w przypadku dalszego spadku cen miedzi spółka będzie generować straty.

Ceny oraz koszty produkcji tony miedzi ze wsadów własnych (w PLN)



Źródło: Bloomberg, KGHM, szacunki Millennium DM

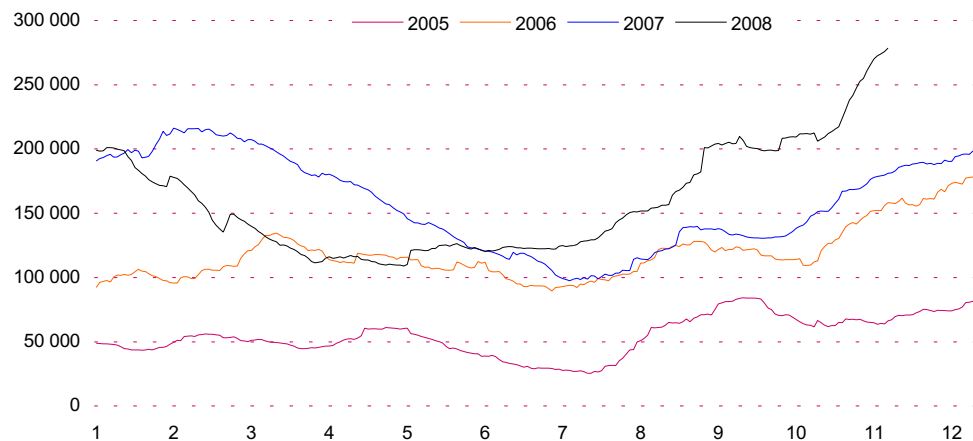
Rynek miedzi

Ceny miedzi po silnych spadkach od połowy roku spadły z poziomu 8,811 USD/t do 3450 USD/t. Sądzymy, że niezależnie od krótkoterminowych wahań (możliwa znacząca korekta wzrostowa), perspektywy fundamentalne bardzo mocno się pogorszyły. Oprócz negatywnych informacji dotyczących rynku sektora nieruchomości (głównego odbiorcy tego metalu), które mają miejsce od ponad roku, ostatnie informacje z branży motoryzacyjnej również sugerują mocne osłabienie popytu. Sprzedaż samochodów w USA spadła w październiku o 32%, a w krajach UE również notowane są co najmniej kilkunasto procentowe spadki. Sytuacja nie poprawi się w najbliższych kwartałach, dlatego firmy samochodowe zmniejszają produkcję.

Sądzymy, że można zapomnieć o cenach miedzi takich jakie były 4 miesiące temu na najbliższe kilka lat. Trzeba podkreślić, że w wielu branżach sytuacja pogorszenia popytu jest rozwojowa. Wprawdzie załamanie w budownictwie mieszkaniowym w USA trwa od dwóch lat, to sytuacja w sektorze samochodowym czy budownictwie komercyjnym dopiero w tym roku zaczęła się pogarszać. Spowolnienie gospodarcze nie omija Chin, jednego z głównych motorów wzrostu globalnej gospodarki i popytu na miedź. Oczekuje się, że gospodarka chińska spowolni do ok. 7-8% w roku 2009, czyli najniżej od siedmiu lat i 2-3 pp% niżej niż w ostatnich latach. Oznacza to, że fundamentalny popyt na miedź najgorsze kwartały ma dopiero przed sobą. Równocześnie już teraz widać, że sytuacja niedoboru miedzi, który miał miejsce w poprzednich czterech latach należy do przeszłości. Zapasy na LME doszły do poziomu 280 tys. ton, czyli najwyższego od początku 2004. Nadprodukcja miedzi będzie się zapewne powiększać w kolejnych kwartałach.

Spółka szacuje, że globalny marginalny koszt produkcji miedzi na świecie wynosi 3,300-3,500 USD/t. Oznacza to, że aktualnie znajdujemy się blisko poziomów cenowych, które zaczną wpływać negatywnie na produkcję miedzi. Dlatego sądzimy, że ewentualne dalsze spadki nie powinny następować z tak dużym impetem jak dotychczas.

Zapasy miedzi w magazynach LME (tony)



Źródło: Bloomberg

Średnie tygodniowe ceny miedzi (PLN/t)



Źródło: Bloomberg

Średnie tygodniowe ceny miedzi (USD/t)



Źródło: Bloomberg

KGHM

Wycena spółki

Podsumowanie wyceny

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych. Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość KGHMu na 4,940 mln PLN, czyli 24.7 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy KGHM na 4,125 mln PLN (20.6 PLN na akcję). Oba metodom przypisujemy jednakową wagę. Średnia tych wycen implikuje końcową wycenę na poziomie 4,533 mln PLN, czyli 22.7 PLN na 1 akcję. Podkreślamy, że nasza prognoza metodą DCF jest bardzo wrażliwa na długoterminowe ceny miedzi. Jeżeli ceny miedzi wzrosną w kolejnych latach, oznaczałoby to znacznie wyższą wartość KGHMu. Z drugiej strony utrzymywanie się cen miedzi poniżej 3,300 USD prowadzić będzie do sytuacji, w której spółka generowałaby straty. Biorąc pod uwagę nasze założenia, spółka będzie blisko break even w najbliższych dwóch latach.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena KGHM (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	4 940	24.7
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	4 125	20.6
Wycena KGHM	4 533	22.7

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2007-2017,

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ☐ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2007-2017,
- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku na poziomie 5.0%,
- ☐ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ☐ Ze względu na typowo cykliczny charakter biznesu spółki wzięliśmy współczynnik beta na poziomie 1.2,
- ☐ Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2016 na -2.0% ze względu na ograniczony okres życia kopalni do roku ok. 2035 roku,

Założenia makro do modelu

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cena miedzi (USD/t)	6 901	3 300	3 300	4 000	4 000	4 080	4 162	4 245	4 330
Cena srebra (USD/uncja)	17.6	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
USD/PLN	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	10 659	7 282	6 721	7 874	7 880	8 038	8 198	8 362	8 530	8 700	
EBIT (1-T)	2 668	98	-551	266	148	151	154	158	161	164	
amortyzacja	502	548	590	628	663	694	709	708	708	707	
inwestycje	-1 020	-980	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-700	-700	-700	-700	
zmiana kap.obrotowego	-916	535	89	-183	-1	-25	-25	-26	-26	-27	
FCF	1 233	202	-872	-289	-190	-179	138	140	142	144	1 088
zmiana FCF		-83.7%	-532.9%	-66.9%	-34.4%	-5.6%	#####	1.3%	1.4%	1.5%	-2.0%
dług/kapitał	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
stopa wolna od ryzyka	6.8%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	5.0%
premia kredytowa	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
koszt długu	7.3%	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	5.5%
koszt kapitału	12.8%	12.6%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	11.0%
WACC	12.8%	12.6%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	11.0%
PV (FCF)	244	177	(682)	(201)	(118)	(99)	68	62	56	50	380
wartość DCF (mln PLN)	-62	w tym wartość rezydualna				380					
dług (-)/gotówka(+) netto	1850.0										
wycena DCF (mln PLN)	1787.5										
Aktywa telekom.	3152.2										
Liczba akcji (mln)	200.0										
wycena 1 akcji (PLN)	24.7										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN		Cena miedzi w 2011 (USD/t)						
USD/PLN		2 500	3 000	3 500	4 000	4 500	5 000	5 500
	3.2	-29.5	-6.1	17.4	36.4	55.2	73.9	92.7
	3.1	-34.4	-11.8	11.0	30.6	48.7	66.8	84.9
	3.0	-39.4	-17.5	4.2	24.7	42.2	59.7	77.1
	2.9	-44.4	-23.3	-2.3	18.8	35.7	52.5	69.4
	2.8	-49.4	-29.0	-8.8	11.2	29.2	45.4	61.6

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą do spółek zagranicznych

Ze względu na brak polskich spółek podobnych pod względem działalności do KGHMu, wybraliśmy do grupy spółek porównywalnych wyłącznie zagranicznych producentów miedzi. Także przy wycenie metodą porównawczą istotną kwestią jest założenie utrzymanie niskich cen miedzi w przyszłości.

KGHM ma znacznie większe koszty produkcji niż pozostałe spółki. Marża EBITDA w roku 2006 dla KGHMu wyniosła 42% podczas gdy średnia dla wybranych spółek porównawczych 57%. Oznacza to, że w wypadku spadku cen miedzi, zyski KGHMu będą spadały znacznie szybciej niż dla pozostałych spółek. Z tego powodu wskaźniki dla KGHMu miały historycznie znaczące dyskonto w stosunku do pozostałych producentów miedzi. Dyskonto dochodziło do 50% w latach 2002-2005 i zmniejszyło się do ok.25-30% w ostatnich dwóch latach. Uważamy, że dyskonto nadal powinno się utrzymywać.

Do naszej wyceny ustalamy dyskonto na poziomie 30%. Do określenia wartości analizowanej spółki użyliśmy trzech najczęściej stosowanych wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E i przyjęliśmy równe wagi dla każdego z nich.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka		EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p
ANTOFAGASTA PLC	ANTO	1.6	2.8	2.5	1.7	3.3	3.3	5.1	8.9	8.1
GRUPO MEXICO	GMEXICOB	1.3	1.8	1.4	1.5	2.1	1.7	3.3	4.9	3.8
FREEMPORT-MCMORAN	FCX	3.3	5.5	4.5	4.1	8.4	6.6	2.7	8.5	5.0
SOUTHERN COPPER CORP	PCU	2.9	4.4	3.7	3.2	5.5	4.5	4.9	8.2	6.7
KAZAKHMYN PLC	KAZ	0.7	1.3	1.2	0.8	1.8	1.5	1.3	2.5	2.1
Mediana		1.6	2.8	2.5	1.7	3.3	3.3	3.3	8.2	5.0
Wyniki spółki (mln PLN)		3795	920	291	3293	371	-299	2651	369	-220
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		11125	7594	5736	10586	6235	0	8740	3025	0
Dyskonto ze względu na wyższe koszty			30%			30%			30%	
Wycena spółki KGHM					4 125					
Wycena 1 akcji (PLN)					20.6					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto ze sprzedaży	11 669.7	12 183.1	10 659.1	7 282.5	6 720.8	7 873.8
Koszty wytworzenia	-6 814.5	-6 617.3	-6 825.5	-6 290.7	-6 431.4	-6 827.8
Koszty sprzedaży	-75.5	-77.6	-74.4	-74.4	-76.6	-79.7
Koszty ogólnego zarządu	-520.1	-608.5	-595.9	-595.9	-613.8	-638.3
Zysk (strata) na sprzedaży	4259.6	4879.7	3163.3	321.5	-400.9	327.9
Pozostała działalność operacyjna	-58.4	-197.7	130.0	50.0	102.0	254.0
EBITDA	4 545.5	5 098.0	3 794.8	919.7	290.6	1 209.9
EBIT	4 201.2	4 682.0	3 293.3	371.5	-298.9	581.9
saldo finansowe	-147.8	-26.4	-20.0	83.7	78.6	56.9
zysk przed opodatkowaniem	4053.4	4655.6	3273.3	455.2	-220.4	638.8
podatek dochodowy	-936.3	-856.7	-621.9	-86.5	0.0	-121.4
zysk netto	3 395.1	3 798.9	2 651.4	368.7	-220.4	517.5
EPS	17.0	19.0	13.3	1.8	-1.1	2.6

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	7 127.2	7 428.3	7 946.8	8 378.6	8 789.1	9 161.1
wartości niematerialne i prawne	57.2	74.8	71.8	68.9	66.2	63.5
rzeczowe aktywa trwałe	4 035.5	4 832.6	5 354.1	5 788.8	6 202.0	6 576.6
inwestycje długoterminowe	2 564.7	2 349.1	2 349.1	2 349.1	2 349.1	2 349.1
aktywa obrotowe	5 379.0	4 995.3	5 221.4	4 115.0	3 411.3	3 709.6
zapasy	1 638.2	1 603.5	1 918.6	1 310.8	1 209.8	1 417.3
należności	1 282.4	772.3	1 172.5	801.1	739.3	866.1
inwestycje krótkoterminowe	2 453.4	2 619.5	2 130.3	2 003.1	1 462.3	1 426.2
rozliczenia międzyokresowe	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa razem	12 506.1	12 423.6	13 168.2	12 493.6	12 200.4	12 870.7
kapitał własny	7 930.9	8 966.0	9 817.4	9 586.1	9 365.7	9 883.2
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 575.3	3 457.6	3 350.8	2 907.5	2 834.6	2 987.5
zobowiązania długoterminowe	29.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6
zobowiązania krótkoterminowe	2 541.7	1 603.0	1 496.2	1 052.9	980.0	1 132.9
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	299.1	418.3	418.3	418.3	418.3	418.3
pasywa razem	12 506.1	12 423.6	13 168.2	12 493.6	12 200.4	12 870.7
BVPS	39.7	44.8	49.1	47.9	46.8	49.4

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	3 395.1	3 798.9	2 651.4	368.7	-220.4	517.5
amortyzacja	344.4	416.0	501.5	548.2	589.6	628.0
zmiana kapitału obrotowego	-1 342.5	-393.9	-915.9	534.9	89.0	-182.7
gotówka z działalności operacyjnej	2 581.7	3 812.4	2 329.9	1 451.8	458.2	962.8
inwestycje (capex)	-664.2	-845.6	-1 020.0	-980.0	-1 000.0	-1 000.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-35.9	-845.6	-1 020.0	-980.0	-1 000.0	-1 000.0
wypłata dywidendy	-2 000.0	-3 394.0	-1 800.0	-600.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	8.6	0.9	0.9	1.0	1.1
gotówka z działalności finansowej	-2 044.5	-3 365.1	-1 799.1	-599.1	1.0	1.1
FCF	1 732.8	2 975.4	1 217.0	471.8	-541.8	-37.2
DPS	-10.0	-17.0	-9.0	-3.0	0.0	0.0
CEPS	18.7	21.1	15.8	4.6	1.8	5.7
FCFPS	8.7	14.9	6.1	2.4	-2.7	-0.2

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	45.87	4.40	-12.51	-31.68	-7.71	17.15
zmiana EBITDA	62.34	12.15	-25.56	-75.76	-68.40	316.34
zmiana EBIT	67.46	11.44	-29.66	-88.72	-180.47	-294.66
zmiana zysku netto	48.30	11.89	-30.21	-86.09	-159.76	-334.82
marża EBITDA	38.95	41.84	35.60	12.63	4.32	15.37
marża EBIT	36.00	38.43	30.90	5.10	-4.45	7.39
marża netto	29.09	31.18	24.87	5.06	-3.28	6.57
sprzedaż/aktywa	93.31	98.06	80.95	58.29	55.09	61.18
dług / kapitał własny	0.00	0.00	0.32	0.30	0.32	0.34
odsetki / EBIT	-3.52	-0.56	-0.61	22.54	-26.29	9.78
stopa podatkowa	23.10	18.40	19.00	19.00	0.00	19.00
ROE	54.64	47.90	29.57	3.76	-2.30	5.52
ROA	30.93	30.38	21.34	2.80	-1.76	4.24
(dług) gotówka netto (mln PLN)	2 048.0	2 453.4	2 610.9	2 120.8	1 992.7	1 450.8

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Łukasz Kołaczkowski
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deręgowski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytuła@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Dyrektor

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepsze niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Sygnity, Wielton od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN, Śrubex, Ciech, Sygnity, Wielton, Ergis. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Sky Line, Konsorcjum Stali, Warfama, Kopex, Yawal od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
KGHM	Kupuj	24 paź 08	21.0	34.8
KGHM	Neutralnie	15 wrz 08	66.0	68.7
KGHM	Akumuluj	13 maj 08	106.5	119.6
KGHM	Neutralnie	15 lut 08	105.5	102.0

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2008 roku

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj	9	22%	1%
Akumuluj	9	22%	1%
Neutralnie	18	44%	1%
Redukuj	5	12%	0%
Sprzedaj	0	0%	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj			
Akumuluj	6	30%	2%
Neutralnie	10	50%	3%
Redukuj	2	10%	1%
Sprzedaj	2	10%	1%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora