



27 listopada 2008

Aktualizacja raportu

**Metale**

Polska

Cena bieżąca	28,7 PLN
Cena docelowa	49,2 PLN
Kapitalizacja	5,74 mld PLN
Free float	3,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	140,02 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	41,79%
Pozostali	58,21%

Strategia dotycząca sektora

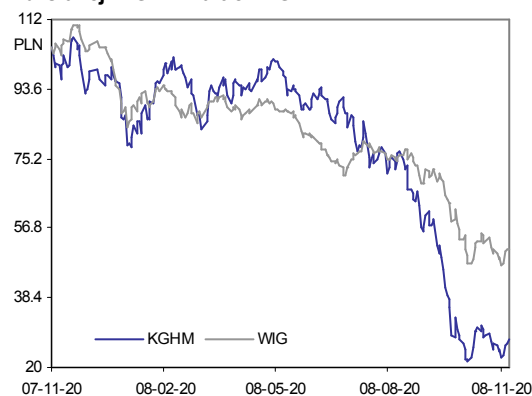
Spowolnienie światowej gospodarki negatywnie przekłada się na popyt na surowce. Naszym zdaniem spadek cen surowców dyskontuje już głęboką recesję. Przy obecnych cenach zaczynają zamykać się moce produkcyjne, co uruchamia mechanizm dopasowujący. Odwrócenie tendencji powinno nastąpić w 2010 roku, kiedy surowce wejdą w kolejny dynamiczny cykl wzrostowy.

Profil spółki

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

Ważne daty

14.02 - raport skonsolidowany za 4Q2008

Kurs akcji KGHM na tle WIG**Michał Marczak**

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

KGHM

KGHM.WA; KGH.PW

Kupuj

(Podwyższona)

Tanio, ale czy już?

Wartość aktywów telekomunikacyjnych w portfelu KGHM szacujemy na 3,1 mld PLN, tj. 15,5 PLN na akcje. Na koniec roku spółka powinna dysponować 2,1 mld PLN gotówki (10,5 PLN na akcje), a portfel innych spółek zależnych wart jest 1 PLN na akcję. Łącznie daje to 27 PLN na akcję, co oznacza, że działalność związana z wydobywaniem i przetworstwem miedzi wyceniana jest obecnie na 300 mln PLN (1,5 na akcje). To mniej niż w „dołku” poprzedniego cyklu, kiedy KGHM miał 1,4 mld PLN długu netto a ceny miedzi spadły poniżej 2 tys. USD/t (różnica w pozycji gotówkowej pomiędzy 2003 i 2008 wynosi 17,5 PLN na akcje). Ostatnio uruchamiane projekty górnicze to koszt ok. 1-1,5 mld USD za roczne zdolności produkcyjne na poziomie 100 tys. ton (przy jednostkowym koszcie produkcji zbliżonym do KGHM). Spółka produkuje rocznie 420 tys. ton miedzi rafinowanej z własnego wydobycia. Wszystkie te czynniki potwierdzają, że akcje KGHM są bardzo tanie. Z drugiej strony znajdują się pod presją nadal złych informacji napływających ze światowej gospodarki i zapewne przesadnie (pod wpływem funduszy inwestycyjnych) reagujących na nie cen miedzi. Mimo tego utrzymujemy pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Naszym zdaniem rynek nie doszacowuje potencjału do obniżenia kosztów operacyjnych KGHM, w krótkim okresie pozytywnego wpływu na wyniki hedgingu oraz faktu, że już dziś ponad 10% światowej produkcji jest nierentowna. Tu należy pamiętać, że wprawdzie KGHM ma jeden z najwyższych jednostkowych kosztów produkcji to jednak część producentów korzysta z dźwigni finansowej. W perspektywie 9-ciu miesięcy wyznaczamy cenę docelową na 49,2 PLN i zalecamy kupno akcji spółki.

Perspektywa 2009/10

W prognozie zakładamy spadek światowego popytu na miedź w 2009 roku o 2-4%, co będzie skutkowało wzrostem zapasów nawet o 800 tys. ton. Powinno to sprowadzić cenę miedzi do poziomu 3,25 tys. USD/t. Naszym zdaniem wycena KGHM z nawiązką dyskontuje już taki scenariusz.

Co jeśli cena spadnie do 2,2 tys. USD/t?

Alternatywnie w raporcie przedstawiamy negatywny scenariusz zakładający spadek cen miedzi do 2,2 tys. USD/t. W takim scenariuszu inwestorzy dyskontowaliby nadwyżkę podaży nad popytem na poziomie 1,5-2 mln ton. Jednocześnie, co najmniej połowa światowej produkcji przy takim poziomie cenowym stałaby się nierentowna, nie mówiąc o uruchamianiu nowych projektów górniczych. W tak negatywnym scenariuszu KGHM „spala” w ciągu dwóch lat 550 mln PLN gotówki (2,75 PLN na akcje)

(mln PLN)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody	12 183	11 081	7 442	7 424	7 944
EBITDA	5 026	3 898	1 140	938	1 061
marża EBITDA	41,3%	35,2%	15,3%	12,6%	13,4%
EBIT	4 682	3 431	670	468	570
Zysk netto	3 799	2 819	583	420	532
DPS	17,0	9,0	2,8	1,2	0,8
P/E	1,5	2,0	9,8	13,6	10,7
P/CE	1,4	1,7	5,4	6,4	5,6
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA*	0,0	0,1	0,8	1,0	0,8
DYield	59,6%	31,6%	9,6%	4,1%	2,9%

Dane jednostkowe, * po wylączeniu telekomów

Rynek miedzi i ceny

Spadek popytu obserwowany przede wszystkim w krajach rozwiniętych przy jednoczesnym ograniczeniu produkcji hutniczej i górniczej na obecną chwilę skutkują zbilansowaniem rynku miedzi w relacji popyt/podaż. Prognoza zakładająca wejście gospodarek UE-15, USA i Japonii w recesję oznacza, że ok. 43% światowego popytu na miedź zagrożona jest spadkiem. W perspektywie najbliższych 24 miesięcy kluczem pozostaje kondycja gospodarki chińskiej odpowiedzialnej za ok. 25% światowej konsumpcji metalu i okres jaki potrzebują gospodarki USA i UE na przywrócenie koniunktury w branży budowlanej i motoryzacyjnej, odpowiadającej za połowę zużycia w tych krajach. Po stronie podaży otwartą kwestią pozostaje wykorzystanie mocy produkcyjnych, które w 2008 spadło do historycznie niskich poziomów. Przy słabym popycie wzrost jego wykorzystania do średnich poziomów z ostatnich lat oznaczałby szybkie odbudowywanie się zapasów. Te – pomimo wzrostu w ostatnich tygodniach - w ujęciu historycznym znajdują się nadal na bardzo niskim poziomie i stanowią 3 tygodnie światowej konsumpcji. Zgodnie z październikową prognozą ICSG w 2009 roku nadwyżka podaży wyniesie 277 tys. ton, co implikuje wskaźnik pokrycia zapasami na poziomie 3,8 tygodnia.

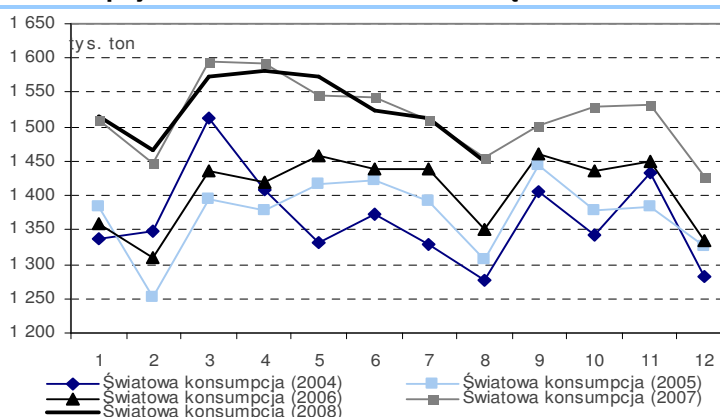
Ze względu na rozbieżne prognozy dotyczące tylko PKB w USA, mieszczące się w przedziale 1-5%, wyznaczenie prognozy rynku miedzi na chwilę obecną jest niemożliwe. W opracowaniu opisujemy dwa scenariusze: bazowy – zakładający w perspektywie najbliższych dwóch lat utrzymanie się cen miedzi w przedziale 3 300 - 4 300 USD/t oraz negatywny, w którym już w 2009 roku cena miedzi obniża się do 2 200 - 2 400 USD/t i pozostaje na tym poziomie do końca 2010 roku. W obu scenariuszach szacujemy wyniki KGHM w rozbiu na kwartały. W obu scenariuszach w perspektywie najbliższych trzech kwartałów KGHM generuje gotówkę przewyższającą bieżącą wycenę aktywów miedziowych.

Światowy popyt słabnie, czy grozi nam załamanie?

- Po 8 miesiącach 2008 roku rynek miedzi nadal był zbilansowany od strony popytu i podaży.
- Istotna nierównowaga wystąpi od XI 2008 i przeciągnie się na 2009 rok, co już widać w ponad-sezonowym wzroście zapasów.
- Przy założeniu, że w 2009 roku wzrost światowej gospodarki spowolni do 1,5%, a krajów G7 do -1,5% szacujemy, że popyt na miedź zmniejszy się w skali globalnej o ok. 2-4%, tj. 475-840 tys. ton.

Wg. danych ICSG w ciągu pierwszych 8 miesięcy roku światowy popyt na miedź wyniósł 12,15 mln ton i był o 2,5% wyższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Nadal głównym motorem wzrostu są Chiny (+13% r/r) przy spadającym popycie w Japonii, EU-15 i USA, odpowiednio o 1%, 5% i 9%. Wszystkie wymienione kraje stanowią 65% światowego popytu. W kontekście zaostrzającego się kryzysu finansowego powyższe dane są danymi historycznymi i nie opisują jeszcze konsekwencji dla światowej gospodarki załamania w systemie bankowym (apogeum we wrześniu i październiku), a w efekcie dalszych problemów szczególnie branży budowlanej i motoryzacyjnej, czego efektem jest obniżane prognoz PKB.

Światowa konsumpcja miedzi w rozbiu na miesiące



Źródło: ICSG

Ponadto w krótkim okresie należy pamiętać o wysokiej sezonowości popytu w ujęciu rocznym. Słaby popyt ma miejsce w okresie grudzień-luty i lipiec-wrzesień. Popyt rośnie od marca do czerwca, a w drugim półroczu w okresie wrzesień-listopad. Oznacza to, że w grudniu, kiedy popyt spada do poziomu z okresu wakacyjnego (sierpnia) należy oczekiwać skokowego wzrostu zapasów, tym bardziej, że statystycznie grudniowa produkcja jest o 12% wyższa niż w sierpniu. W br. na efekt sezonowego wzrostu zapasów nakłada się perspektywa recesji w 2009.

Perspektywa 2009/10

Według szacunków firmy analitycznej Brook Hunt konsumpcja miedzi w podziale na finalnych odbiorców przedstawia się następująco: budownictwo – 35%, elektronika – 32%, przemysł – 12%, transport – 11%, pozostałe – 10%. Połowa światowego popytu przypada na kraje rozwinięte. Prognozy PKB dla USA, UE-15 i Japonii zakładają recesję (-1,5%), co oznacza, że przy niezmiennych zdolnościach produkcyjnych perspektywa dla metali na najbliższy rok/dwa jest słaba. Problem dotyczy przede wszystkim branży motoryzacyjnej i budowlanej w tych krajach. Jednocześnie wyjście tych sektorów z kryzysu da rynkowi miedzi silny impuls wzrostowy.

Prognoza wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych

	Realny PKB (%)			Stopa inflacji (%)		
	2007	2008P	2009P	2007	2008P	2009P
USA	2,0	1,4	-1,3	2,9	4,6	2,5
Kanada	2,7	0,6	0,7	2,1	2,6	1,8
Japonia	2,0	0,5	-0,5	0,1	1,5	0,8
Australia	4,2	2,3	0,6	2,3	4,5	2,6
Strefa Euro:	2,6	2,3	0,6	2,3	4,5	2,6
Niemcy	2,5	0,9	-1,2	2,3	2,7	1,0
Francja	2,1	0,9	-0,9	1,5	3,0	1,4
Włochy	1,4	-0,1	-1,0	1,8	3,3	1,4
Hiszpania	3,7	1,2	-2,0	2,8	4,2	1,0
Wielka Brytania	3,0	0,8	-1,3	2,3	3,8	2,9

Źródło: Commerzbank

Przy recesyjnych prognozach dla krajów rozwiniętych największe rynki rozwijające się – ze szczególnym uwzględnieniem Chin nadal powinny osiągać przyzwoitą dynamikę wzrostu gospodarczego. Wg OECD w 2009 roku PKB Chin wzrośnie o 8,0% a Indii o 7,3%. W tym czasie dynamika wzrostu PKB Rosji szacowana jest na 2,3% a Brazylii na 3,0%. Kraje BRIC odpowiadają łącznie za ok. 33% światowej konsumpcji miedzi.

Prognoza wzrostu gospodarczego w krajach BRIC (%)

	Brazylia	Indie	Chiny	Rosja
2008P	5,3	7,0	9,5	6,5
2009P	3,0	7,3	8,0	2,3
2010P	4,5	8,3	9,2	5,6

Źródło: OECD

W celu ratowania wzrostu gospodarczego rząd Chin (24% światowej konsumpcji miedzi) ogłosił wprowadzenie planu stymulującego, na który w latach 2009 - 2010 przeznaczy 590 mld USD (7% PKB). Pakiet w części stanowi już wcześniej planowane wydatki, a w części nowe (133 mld USD). Zakłada on skumulowanie wydatków zaplanowanych na okres pięciu lat w okresie dwuletnim, m.in. w obszarze infrastruktury (głównie 2010). Przedsiębiorstwa – poprzez decyzje administracyjne - mają być zachęcane do inwestowania w sektorze energetycznym, budowlanym i w rolnictwie. Rząd chiński oczekuje również, że usprawnią akcję kredytową i sfinansują część inwestycji. Ponadto Chiny rozważają przywrócenie (z początkiem przyszłego roku) ulg podatkowych na wybrane produkty eksportowane z miedzi i aluminium, co ma poprawić sytuację lokalnych przedsiębiorstw.

Pomimo tego należy oczekiwać, że nadal rosnący popyt z rynków wschodzących przy tak silnym spowolnieniu w krajach rozwiniętych nie zrównoważy spadku popytu w skali globalnej. W kryzysie 2000-2003 światowy popyt na miedź zanotował spadek w ujęciu r/r tylko w jednym roku (2001, -1,8%). Spadek miał miejsce przy znacząco łagodniejszym kryzysie, tj. zaledwie obniżeniu dynamiki wzrostu PKB w krajach G7 do 1% a w gospodarce światowej do 2,2%.

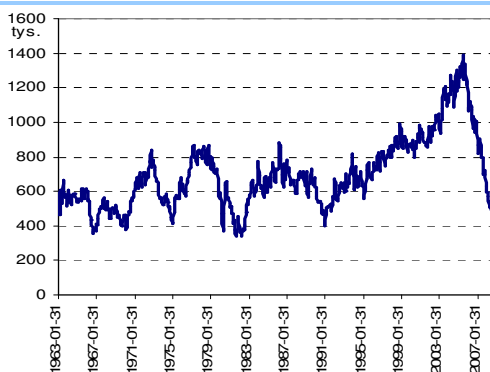
Zmiana światowego popytu na miedź w roku 2009 w zależności od zmiany popytu w krajach rozwiniętych i BRIC

		BRIC						
		-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%	6,0%	8,0%	10,0%
USA, EU-15, Jap	-14%	-6,6%	-5,9%	-5,2%	-4,6%	-3,9%	-3,3%	-2,6%
	-12%	-5,7%	-5,1%	-4,4%	-3,7%	-3,1%	-2,4%	-1,8%
	-10%	-4,9%	-4,2%	-3,6%	-2,9%	-2,2%	-1,6%	-0,9%
	-8%	-4,0%	-3,4%	-2,7%	-2,1%	-1,4%	-0,7%	-0,1%
	-6%	-3,2%	-2,5%	-1,9%	-1,2%	-0,6%	0,1%	0,8%
	-4%	-2,3%	-1,7%	-1,0%	-0,4%	0,3%	0,9%	1,6%
	-2%	-1,5%	-0,8%	-0,2%	0,5%	1,1%	1,8%	2,4%
	0%	-0,7%	0,0%	0,7%	1,3%	2,0%	2,6%	3,3%

Źródło: DI BRE Banku SA

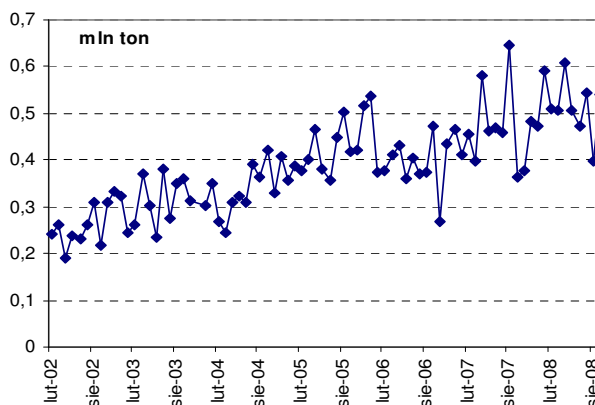
Obecnie prognozy dla krajów G7 zakładają spadek PKB o 1,2% a dla gospodarki światowej wzrost na poziomie 1,5%. Powyższa tabela przedstawia jaki wpływ na dynamikę światowego popytu na miedź ma zmiana popytu na rynkach dotkniętych recesją (USA, UE-15, Japonia) i nadal rosnących gospodarkach krajów BRIC. W przypadku pozostałych krajów założyliśmy, że popyt się nie zmienia. W scenariuszu, który wydaje nam się najbardziej prawdopodobny – przy wspomnianych powyżej prognozach makro to 10-12% spadek popytu w krajach rozwiniętych i 4% wzrost w krajach BRIC. W efekcie daje to spadek światowego popytu o 2,9-3,7%, tj. 640-780 tys. ton. Przy niezmiennym poziomie produkcji oznacza to wzrost zapasów o taką ilość. Naszym zdaniem przy obecnym poziomie cenowym miedzi, część producentów podejmie decyzję o wstrzymaniu produkcji, co w naturalny sposób będzie powodowało bilansowanie rynku. Szczegółową analizę w tym zakresie przedstawiamy w dalszej części raportu.

Sprzedaż nowych domów w USA



Źródło: Bloomberg

Import miedzi i wyrobów z miedzi przez Chiny



Źródło: Bloomberg

Perspektywa 2010/11-....

Długoterminowa perspektywa dla rynku miedzi pozostaje bardzo dobra, a właściwie nie zmienia się w stosunku do założeń sprzed kryzysu finansowego. Jej podstawą jest rozwój przemysłu i rosnąca stopa życiowa mieszkańców krajów rozwijających się, które już dziś stanowią podstawę wzrostu światowego popytu na metale przemysłowe. Średnie zużycie miedzi na mieszkańca w krajach rozwiniętych wynosi 9 kg, w krajach BRIC zaledwie 1,8 kg.

Konsumpcja miedzi w wybranych krajach (2006)

	Ludność	Zużycie		Udział w konsumpcji
	mln	tys. ton	per capita	
Chiny	1 325	3 674	2,8	21,5%
Indie	1 148	440	0,4	2,6%
Brazylia	192	339	1,8	2,0%
Meksyk	110	303	2,8	1,8%
Rosja	142	678	4,8	4,0%
Turcja	72	320	4,4	1,9%
Malezja	27	189	6,9	1,1%
Tajlandia	66	261	4,0	1,5%
Tajwan	23	639	27,8	3,7%
Korea Pd	50	812	16,2	4,8%
Japonia	127	1 282	10,1	7,5%
Australia	21	143	6,9	0,8%
USA, Kanada	335	2 431	7,3	14,3%
UE27	497	4 218	8,5	24,7%
Afryka	950	237	0,2	1,4%
Pozostałe	1 586	1 085	0,7	6,4%
RAZEM	6 670	17 051	2,6	
BRIC	2 807	5 131	1,8	30,1%
Kraje rozwinięte*	1 053	9 525	9,0	55,9%
Pozostałe	2 810	2 395	0,9	14,0%

Źródło: Bloomberg, *USA, Kanada, UE, Australia, Japonia, Korea Pd, Tajwan

Ciekawych wniosków dostarcza również analiza struktury zużycia miedzi przez poszczególne gałęzie gospodarki w krajach rozwiniętych i rozwijających się. Analizę przeprowadziliśmy na przykładzie: USA, Europy i Azji. W ostatnim przypadku statystyka jest zaburzona włączeniem do grupy azjatyckiej gospodarek krajów wysoko-uprzemysłowionych takich jak: Japonia, Tajwan czy Korea Pd. Kraje te zwiększają statystykę *per capita* dla całego kontynentu o 0,5 kg, co oznacza w rzeczywistości jeszcze większe dysproporcje pomiędzy bogatymi i biednymi niż poniższe zestawienie.

Podczas gdy w krajach rozwiniętych budownictwo stanowi aż 40% konsumpcji, w krajach rozwijających się zaledwie 15%. W przeliczeniu na mieszkańca ma się to jak 3 kg do 0,3 kg rocznie. Z kolei kraje rozwijające się mają wyższy udział przemysłu elektrycznego i elektronicznego, co wynika z ich eksportowego charakteru na rynki rozwinięte. W przeliczeniu na mieszkańca to nadal znacznie mniej niż w świecie zachodnim (nadal słaby popyt wewnętrzny).

Struktura zużycia miedzi w wybranych regionach

	Łącznie			Per capita (rocznie)		
	USA	Europa	Azja	USA	Europa	Azja
Maszynowy	11,0%	9,0%	9,0%	0,8	0,6	0,2
Transport	12,0%	7,5%	15,0%	0,9	0,5	0,3
Elektryczny i elektroniczny	25,0%	37,5%	50,0%	1,8	2,6	1,0
Budownictwo	43,0%	39,5%	15,0%	3,1	2,8	0,3
Inne	9,0%	6,5%	11,0%	0,7	0,5	0,2

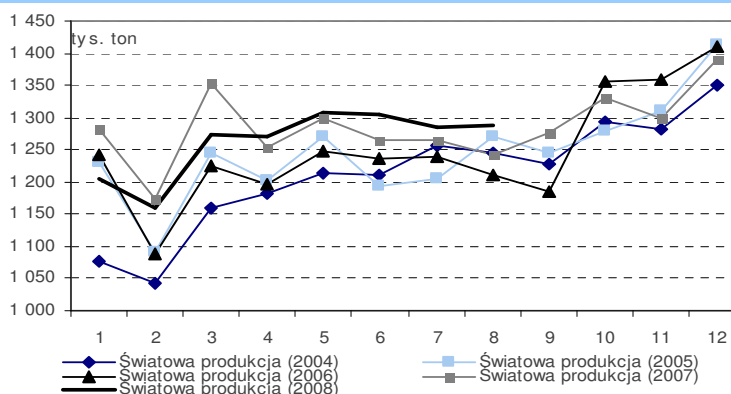
Źródło: ISCG

Rekordowo niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych kopalń

- Wydobycie koncentratu w kopalniach spada r/r o 1%, produkcja miedzi rafinowanej w coraz większym stopniu opierała się na złomach, w grudniu sezonowo najwyższe wykorzystanie mocy produkcyjnych.
- Spadek cen i trudności ze znalezieniem finansowania wpłyną na zamknięcia najdroższych mocy produkcyjnych i wstrzymanie nowych projektów inwestycyjnych.
- KGHM szacuje, że ok. 10% światowej produkcji miedzi (1,8 mln ton) powstaje przy koszcie jednostkowym powyżej 4 tys. USD/t. Przy podobnym koszcie jednostkowym uruchamiane są nowe projekty górnicze.
- Wygaszenie nowych projektów oznacza w perspektywie kolejnego cyklu problemy z dostępnością metalu.

W pierwszych ośmiu miesiącach br. światowa produkcja górnicza miedzi wyniosła 10,061 mln ton i była o 1% niższa niż przed rokiem. Zgodnie z danymi ICSG zainstalowane moce produkcyjne w górnictwie wzrosły w tym czasie do 12,18 mln ton, co oznacza, że ich wykorzystanie zmniejszyło się do rekordowo niskiego poziomu 82,6%. We wszystkich spółkach wytłumaczenie jest podobne: przestoje produkcyjne związane z protestami pracowników, spadająca zawartość miedzi w rudzie oraz niesprzyjające warunki atmosferyczne (wyjątkowo wysokie opady śniegu, które zmusiły niektóre kopalnie do wstrzymania prac czy powodzie/susze zmniejszające dostawy prądu z elektrowni wodnych w Chile). W przypadku produkcji górniczej występuje wysoka sezonowość produkcji w ujęciu rocznym, co prezentuje poniższy wykres. Najwyższe wykorzystanie zdolności wytwórczych ma miejsce w 4Q, co przy słabszym sezonowo popycie w grudniu oznacza silny wzrost zapasów.

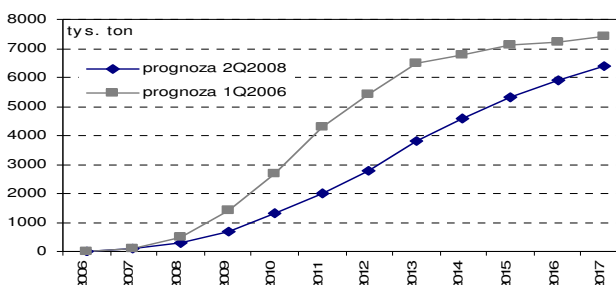
Światowa produkcja górnicza miedzi w rozbiciu na miesiące



Źródło: ICSG

Dane z raportów kwartalnych poszczególnych spółek górniczych potwierdzają problemy po stronie podaży. Southern Copper Corporation (SCC) przewiduje, że produkcja górnicza metalu w całym 2008 roku będzie o 100 tys. ton niższa niż pierwotnie zakładana i wyniesie 550 tys. ton. Z kolei Codelco ogłosiło, że produkcja metalu w I połowie 2008 roku wyniosła 675 tys. ton, tj. o 11,6% w ujęciu r/r. Realizacja nowych projektów górniczych nadal się opóźnia. Z danych prezentowanych przez BHP Billiton wynika, że przesunięcie wynosi ok. 3 lat w stosunku do planów z 2006 roku. Powyższe założenia nie uwzględniają jeszcze oczekiwanego kryzysu gospodarczego i związanego z finansowaniem projektów, co zapewne dodatkowo opóźni/wstrzyma część projektów.

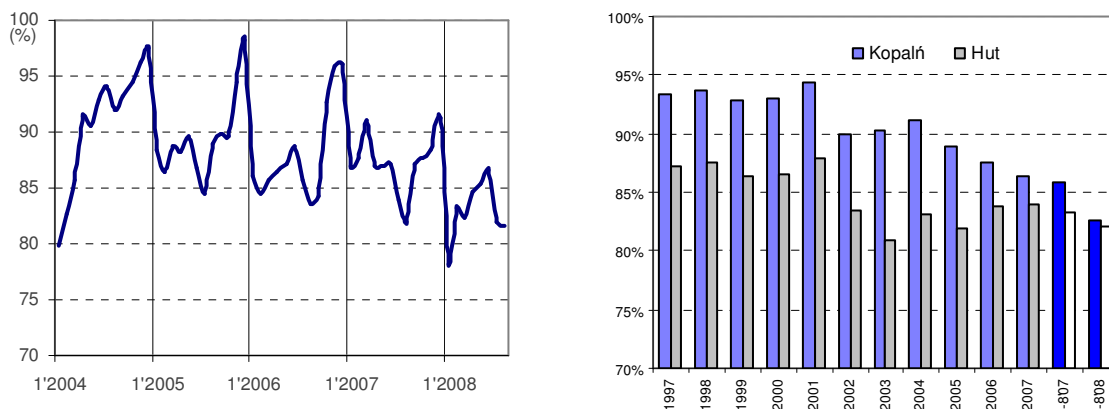
Uruchomienie nowych mocy w górnictwie prognozowane przez BHP Billiton



Źródło: BHP Billiton

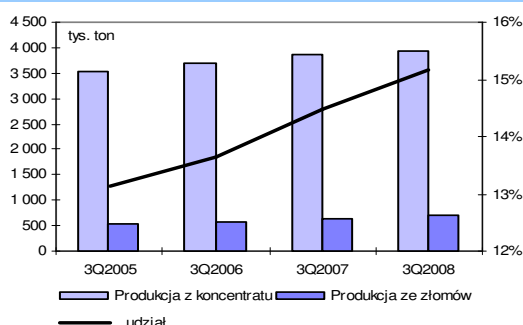
Wraz z niską dostępnością koncentratu rośnie produkcja miedzi w oparciu o złomy. Po problemach z okresu 2002-2003, huty miedzi systematycznie zwiększają wykorzystanie mocy produkcyjnych i w coraz większym stopniu opierają produkcję na złomach, w okresie 2006-2007 głównie ze względu na brak na rynku koncentratu.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych w kopalniach w rozbiu miesięcznym (lewy) i mocy produkcyjnych kopalń i hut w rozbiu rocznym



Źródło: ICSG

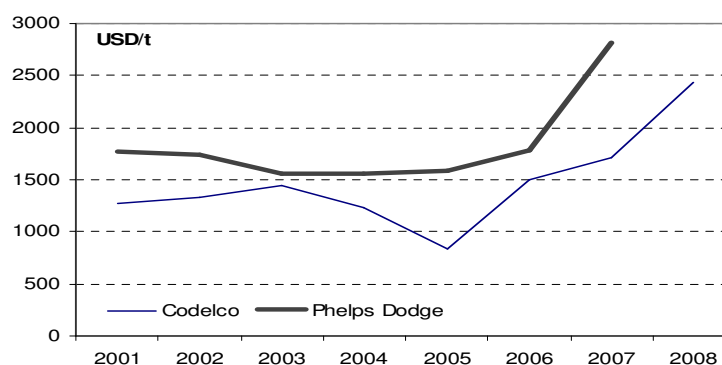
Produkcja miedzi w rozbiu na produkcję z koncentratu i złomów (udział złomów)



Źródło: ICSG

Wg niektórych szacunków ok. 10% światowej produkcji miedzi powstaje przy koszcie jednostkowym powyżej 4 tys. USD/t, co oznacza, że przy obecnym spadku cen – bez uwzględnienia potencjalnego hedgingu – gro z tych mocy produkcyjnych sprzedaje metal poniżej kosztów wytworzenia. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku nowych projektów inwestycyjnych, w których średni jednostkowy koszt produkcji również jest zbliżony do 4 tys. USD/t. Przykład Codelco – największy producent na świecie - obrazuje, jak w ostatnich latach wzrastały koszty nawet najtańszych wytwórców metalu. Dodatkowo część spółek korzysta z dźwigni finansowej, co nie dotyczy KGHM (gotówka netto).

Koszt jednostkowy produkcji w kopalniach Codelco i Phelps Dodge



Źródło: Codelco

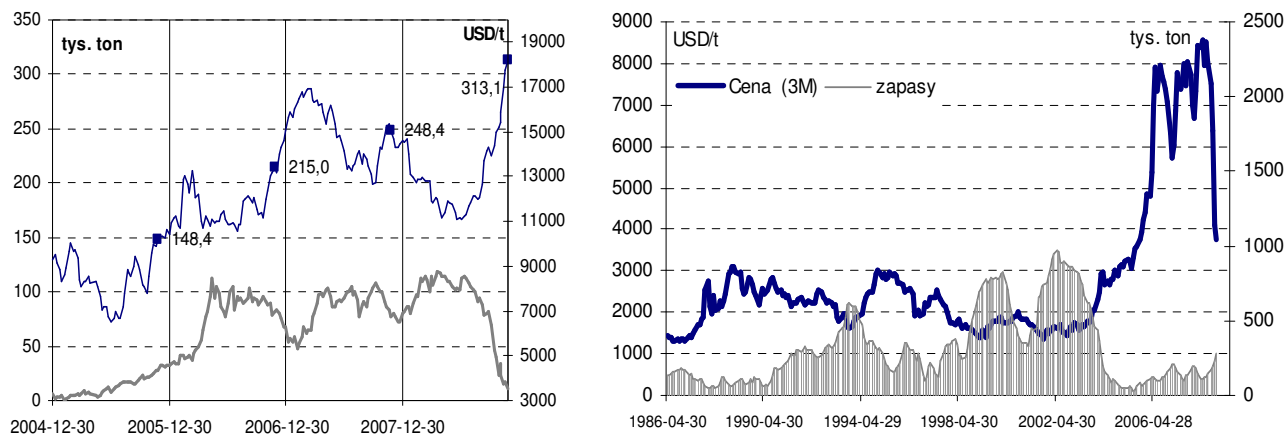
Konsekwencje dla bilansu miedzi i cen

- W grudniu sezonowy wzrost wykorzystania mocy w kopalniach i spadek popytu może oznaczać wzrost światowych zapasów o kilkadziesiąt tys. ton.
- W 2009 roku przy spadku światowego popytu na miedź o 2-4% i niezmięniętej podaży zapasy wzrosną o 475-840 tys. ton. Obecnie na giełdach wynoszą łącznie 313 tys. ton.
- W ciągu roku kolejni producenci będą informowali o ograniczeniach produkcji, co w efekcie powinno prowadzić do częściowego łagodzenia efektu zmniejszonego popytu, skala zjawiska będzie zależała od poziomu cen Cu. W najgorszej sytuacji są producenci o wysokich kosztach produkcji (10% światowej powyżej 4 tys. USD/t) z dodatkową dźwignią finansową. Sytuacja KGHM stosunkowo bezpieczna. To również okres wzmożonych akwizycji ze strony najsilniejszych podmiotów.
- O cenach na LME decydują fundusze inwestycyjne, które najprawdopodobniej doprowadzą do odchylenia cen od długookresowego punktu równowagi, który szacujemy na 3,9 tys. USD/t. W najgorszym scenariuszu cena spadnie do 2,2 tys. USD/t i utrzyma się na tym poziomie przez dwa lata.
- Do poziomu 2,2 tys. USD/t cena (po indeksacji o PPI) spadała w okresie dekonunktury na rynku miedzi w latach 1982-87 i 1999-2004. Przez analogie takiemu scenariuszowi powinien towarzyszyć wzrost zapasów na giełdach o 1-2 mln ton! Przy stałej produkcji taki scenariusz musiałby oznaczać spadek światowego popytu o co najmniej 5%.
- W takim scenariuszu ponad połowa światowej produkcji jest nierentowna.

Najbliższy miesiąc

Konsekwencją sezonowości produkcji i popytu jest poziom zapasów. Jego sezonowe ruchy są zaburzane strukturalną nadwyżką popytu bądź podaży, co jednak nie miało miejsca w ciągu ostatnich czterech lat, a co przy silnym spadku popytu – związanego z globalnym spowolnieniem produkcji przemysłowej – prawdopodobnie będzie miało miejsce w 2008 roku. Poniższy wykres prezentuje poziom zapasów na trzech giełdach surowcowych (LME, SHP, COMEX), z którego widać dynamiczny wzrost zapasów na przełomie roku, z wyjątkiem 2007, kiedy najprawdopodobniej nadwyżka (ICSG raportowało 100 tys. ton) została „zdejta” przez chińskie SRB (State Reserve Buremu). W konsekwencji można szacować, że w grudniu zapasy na światowych giełdach mogą wzrosnąć o kilkadziesiąt tys. ton, co w dalszym ciągu może negatywnie wpływać na ceny metalu.

Zapasy miedzi na LME, COMEX i SHP oraz zapasy LME w okresie 1986-2008 a cena na LME (3M)



Źródło: LME

Staraliśmy się oszacować o ile w 2009 roku wzrosną zapasy przy założonym spadku światowego popytu i zmianach po stronie podaży (wypadkowa włączenia nowych mocy produkcyjnych i wyłączeń mocy nierentownych). Wnioski przedstawia poniższa tabela.

Zmiana poziomu zapasów z zależności od zmiany popytu i podaży w 2009

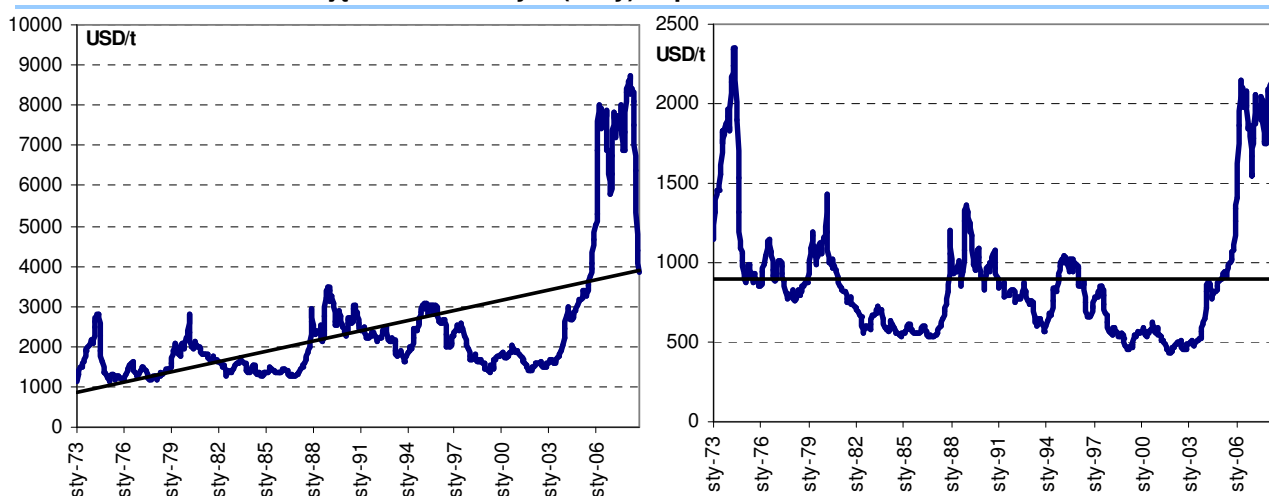
		Światowy popyt na miedź						
		-5,0%	-4,0%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%
Podaż	-6%	-80	-263	-445	-628	-810	-993	-1 175
	-4%	287	105	-78	-260	-443	-625	-808
	-2%	654	472	289	107	-76	-258	-441
	0%	1 022	839	657	474	292	109	-74
	2%	1 389	1 206	1 024	841	659	476	294
	4%	1 756	1 573	1 391	1 208	1 026	843	661
	6%	2 123	1 941	1 758	1 576	1 393	1 211	1 028
	8%	2 490	2 308	2 125	1 943	1 760	1 578	1 395

Źródło: DI BRE Banku SA

Najbardziej prawdopodobny scenariusz to naszym zdaniem spadek popytu w przedziale 2-4% i utrzymanie produkcji z roku 2008, co implikuje wzrost zapasów na poziomie 475-840 tys. ton. Obecnie zapasy zgromadzone na LME, SHP i COMEX wynoszą 313 tys. ton. Po uwzględnieniu zapasów zgromadzonych u producentów i pośredników łączny światowy poziom zapasów odpowiada 2,9 tygodnia światowej konsumpcji. W ujęciu historycznym jest to poziom nadal bardzo niski. Wzrost zapasów o wspomniane 475-840 tys. ton oznacza wzrost wskaźnika tygodniowej konsumpcji w roku 2009 (założony spadek na poziomie 3,5%) do poziomu 4,5-5,5. Średni poziom wskaźnika w ciągu ostatnich 38 lat to 6,4 a od początku 2000 roku 4,35. W teorii powinno oznaczać to ustabilizowanie się cen na poziomie równowagi (uzasadniona marża producentów, umożliwiającą prowadzenie inwestycji w przyszłe wydobywanie). W praktyce taki punkt nie istnieje, bo procesy inwestycyjne i popyt podlegają cyklom. W krótkim okresie tak silny wzrost zapasów musi prowadzić do przereagowania i zejścia cen do poziomu, kiedy część producentów podejmie decyzje o wyłączeniu swoich mocy wydobywczych i wstrzymaniu nowych projektów inwestycyjnych. Punkt równowagi staraliśmy się określić na podstawie analizy cen w poszczególnych cyklach (to cena determinuje decyzję o rozpoczęciu inwestycji) sprowadzonych do cen stałych.

Poniżej prezentujemy ceny miedzi na LME od 1973 roku w ujęciu nominalnym oraz wyrażone w cenach z 1973 roku (indeksowane PPI w USA, tu. ceny stałe). W cenach stałych z '73 roku historyczne szczyty notowane w 2007 roku (szczyty w ujęciu nominalnym) pokrywają się z cenami z roku 1974, a więc z okresu szoku podaźowego na rynku surowców. W cenach stałych na dnie cyklu ceny miedzi „schodziły” do poziomu ok. 500 USD/t, tj. w cenach bieżących do poziomu 2200 USD/t. Taki poziom traktujemy jako najgorszy scenariusz dla KGHM i prezentujemy alternatywną prognozę wyników na kolejne dwa lata. Średni poziom notowań w cenach stałych można wyznaczyć na poziomie 950 USD/t, tj. obecnego poziomu notowań na LME (3 900 USD/t).

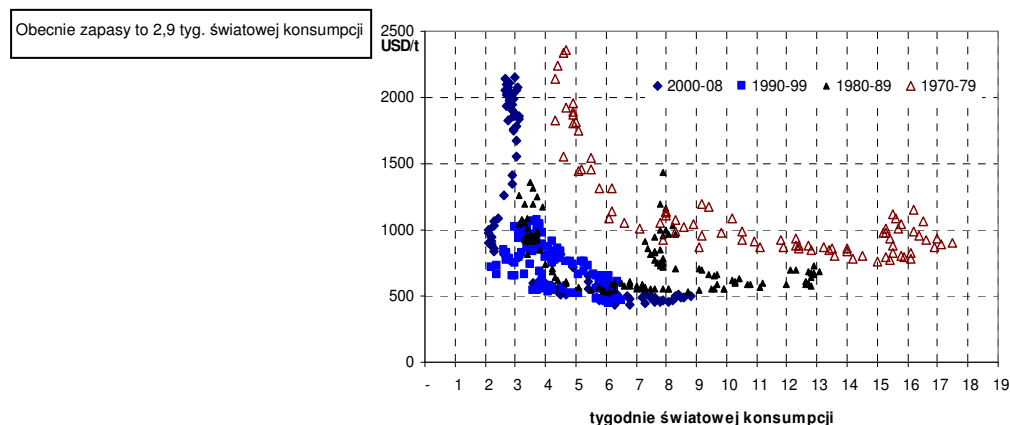
Cena miedzi na LME w ujęciu nominalnym (lewy) i sprowadzone do cen z 1973 roku



Źródło: LME, DI BRE Banku SA

W przeciwieństwie do dekonunktury na rynku miedzi w okresie 1982-1987 i 1999-2004 kiedy ceny metalu spadły do 500 USD/t (w cenach stałych) obecnie poziom zapasów w relacji do światowej konsumpcji jest znacząco niższy. W okresie 1982-1987 wskaźnik oscylował w przedziale 8-12, co w obecnych realiach odpowiadałoby zapasom na giełdach na poziomie 2-3,3 mln ton. W przypadku dekonunktury 1999-2004 to przedział 6-8,5 tygodnia, tj. 1,3-2,2 mln ton. Przypominamy, że obecnie to 313 tys. ton.

Zapasy jako tyg. światowej konsumpcji I cena miedzi na LME (indeksacja do cen '73)

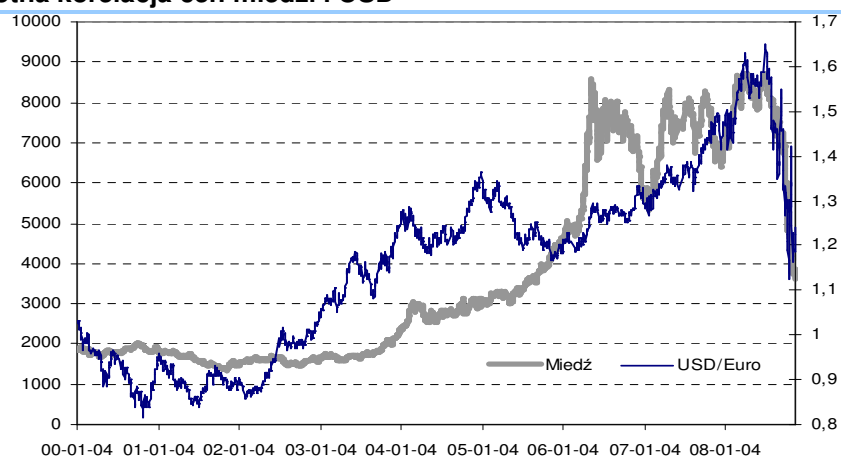


Źródło: LME, DI BRE Banku SA

Przedstawiony powyżej scenariusz (cena miedzi 2,2 tys. USD/t) jest scenariuszem negatywnym. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobny zakładający wzrost zapasów o 0,5-0,8 mln ton, tj. wzrost wskaźnika tygodniowych zapasów maksymalnie do poziomu 4,6 oznaczałby stabilizację cen na poziomie ok. 2,8-3,5 tys. USD/t.

Z punktu widzenia KGHM kolejną istotną kwestią pozostaje szacowanie przy jakim poziomie USD/PLN cena miedzi osiągnie swoje dno – biorąc pod uwagę silną ujemną korelację USD i cen surowców. W naszych prognozach zakładamy, że w negatywnym scenariuszu zejście cen miedzi do poziomu 2,2 tys. USD/t oznaczałoby ustabilizowanie się PLN na poziomie 3,1 do USD. Taki poziom w prognozie uważamy za ostrożny.

Odwrotna korelacja cen miedzi i USD



Źródło: LME, DI BRE Banku SA

Jak KGHM zniesie spadek cen miedzi? Gdzie jest próg rentowności?

Żeby odpowiedzieć na to pytanie szczegółowo przeanalizowaliśmy strukturę kosztów operacyjnych spółki. W naszej opinii możliwość obniżenia kosztów operacyjnych przez spółkę jest większa niż przeciętnie oceniają to inwestorzy. Ponadto zwracamy uwagę na to, że wartość podawana jako jednostkowy koszt produkcji miedzi (JKPM) – na podstawie której część inwestorów wyznacza *break-even* produkcji KGHM – jest zależna od takich czynników jak cena miedzi i srebra oraz kurs USD/PLN (czynniki zewnętrzne). Z drugiej strony uważamy, że spółka dysponuje zdolnością redukcji kosztów operacyjnych poprzez działania zarządu (czynniki wewnętrzne).

Analizę czynników zewnętrznych opieramy na kosztach 2Q'08 wyrażonych w USD. Z wyjątkiem wsadów obcych spółka ponosi koszty operacyjne w PLN a przychody w całości w USD. Łączne koszty produkcji w 2Q'08 wyniosły 1,962 mld PLN, co implikuje JKPM na poziomie 12,31 tys. PLN/t, tj. 5,65 tys. USD/t. Oznacza to, że osłabienie PLN w stosunku do USD obserwowane w ostatnich dwóch miesiącach powoduje, że JKPM wyrażony w USD obniża się do 4,14 tys. USD/t. W dalszym kroku spadek cen miedzi obniża JKPM poprzez niższy koszt zakupu złomów i koncentratu (łącznie 100 tys. ton rocznie). Wsady obce stanowiły 24% łącznych kosztów rodzajowych. Negatywnie na poziom JKPM wpływa spadek cen srebra i złota. Biorąc pod uwagę obecny poziom cen miedzi: 4 tys. USD/t i srebra 290 USD/kg JKPM liczony w USD obniża się do 3,89 tys. USD/t. Powyższa analiza opiera się na stałej wielkości produkcji sprzedanej miedzi i srebra.

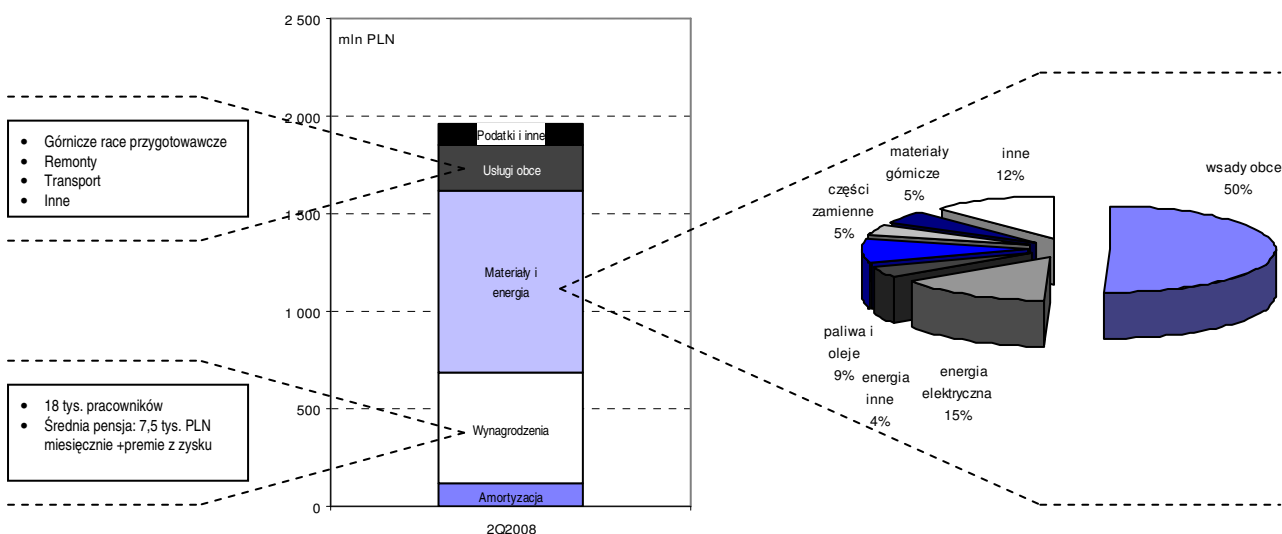
Wpływ osłabienia PLN i spadku cen metali na JKPM (na przykładzie kosztów 2Q'08)

	rzeczywiste	Wyniki 2Q2008 osłabienie PLN	spadek cen metali
Produkcja miedzi (tys. ton)	133	133	133
USD/PLN	2,18	3,05	3,05
Cena srebra (USD/kg)	552	552	290
Cena miedzi (USD/t)	8 448	8 448	4 000
JKPM (PLN/t)	12 310	12 612	11 858
JKPM (USD/t)	5 647	4 135	3 888
różnica (USD/t)		-1 512	-247

Źródło: DI BRE Banku SA

Wśród czynników wewnętrznych spółka może obniżyć koszty operacyjne poprzez: koszty wynagrodzeń – głównie wysokość premii (podstawa bez zmian), górniczych prac przygotowawczych (przesunięcie w czasie części prac, spadek cen stali i innych materiałów), transportu i paliw (spadek cen) oraz remontów (przesunięcie w czasie).

Szczegółowa struktura kosztów rodzajowych w oparciu o 2Q'08



Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie KGHM

Spośród wymienionych kosztów największą grupę stanowią wynagrodzenia, koszty materiałów i energii (931 mln PLN). Z kwoty tej 470 mln PLN to wsady obce (złoty, koncentrat kupowany od innych producentów). Koszty te zależą od cen na LME (szacunki powyżej). Pozostałe koszty to w głównej mierze energia i paliwa. Tu w przypadku paliw należy oczekiwać spadku kosztów związanego ze spadkiem ropy. Z drugiej strony spółka będzie odczuwała wzrost cen energii elektrycznej i gazu. W przypadku 15% spadku cen paliw i 15% wzrostu energii elektrycznej i gazu roczne koszty operacyjne KGHM rosną o ok. 60 mln PLN, tj. 37 USD/t.

Drugą pod względem wielkości pozycją kosztową są wynagrodzenia (570 mln PLN w 2Q'08). Spółka zatrudnia ponad 18 tys. pracowników, w większości skupionych wokół kilku silnych związków zawodowych. Zarówno zwolnienia jak i obniżki podstawy wynagrodzeń są praktycznie niemożliwe. Zarząd ma jednak możliwość zmniejszenia premii rocznej, która jest uzależniona od zysku netto wyprowadzanego przez spółkę w danym roku (oszczędność rzędu 100-150 mln PLN przy zysku na poziomie 1 mld PLN i 250 mln PLN przy zysku zbliżonym do 0).

System premiowy przyjęty przez zarząd i związki zawodowe

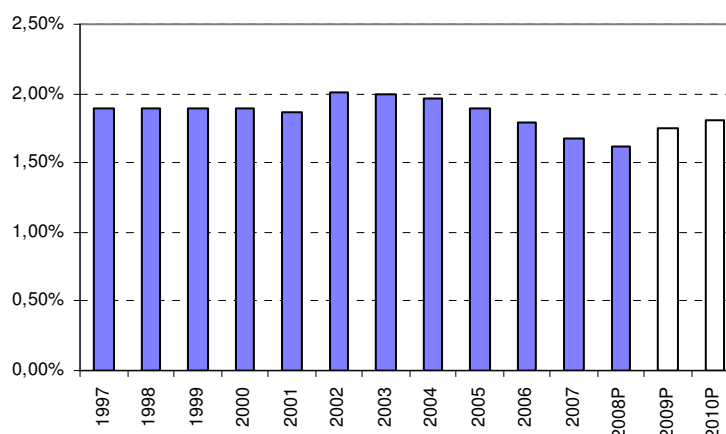
Roczny zysk netto	Premia jako % wynagrodzenia rocznego
do 100	3,0%
100-200	6,0%
200-500	8,5%
500-1000	10,0%
powyżej 1000	0,5 za każde 100 mln PLN%

Źródło: KGHM

Zarząd deklaruje, że wprowadzenie od przyszłego roku scentralizowanych zakupów dla grupy powinno zmniejszyć roczne wydatki o co najmniej 200 mln PLN w skali roku, co daje obniżkę JKPM o 126 USD/t.

Kolejnym czynnikiem, który wpływa pozytywnie na poziom kosztów w okresie recesji jest sposób eksploatacji złoża. W okresie wysokich cen producenci eksplorują złoża zawierające nawet niewielką ilość metalu, co wiąże się ze wzrostem kosztów produkcji (na powierzchnię trafia więcej bezużytecznego kamienia). W okresie dekonjunktury eksplorowane są bogatsze części złoża. Dotychczas średnia zawartość miedzi w rudzie oscylowała na poziomie 1,9%. W okresie dekonjunktury udział wzrósł do 2%. W ostatnich dwóch latach wyniósł 1,6-1,7%. Naszym zdaniem w perspektywie najbliższych dwóch lat udział ten zwiększy się do 1,8%. Czynniki ten przekłada się na koszty energii, materiałów górniczych i paliw.

Zawartość miedzi w wydobywanej rudzie w kopalniach KGHM



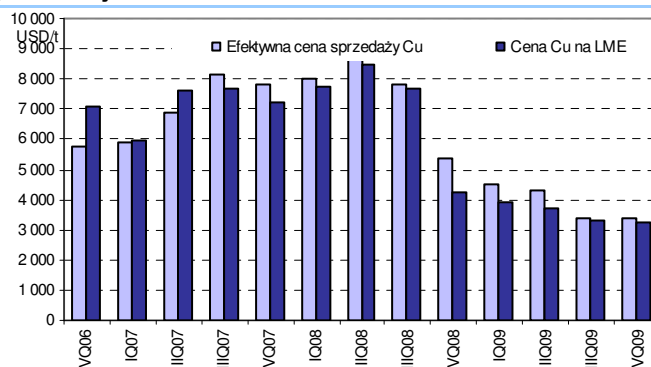
Źródło: KGHM, DI BRE Banku SA

KGHM częściowo zabezpieczył cenę miedzi i srebra

Ponadto należy pamiętać, że w krótkim terminie KGHM zabezpiecza cenę miedzi i srebra istotnie powyżej obecnych poziomów cenowych na LME. Na koniec 3Q'08 spółka raportowała, że zabezpieczyła łącznie 136,5 tys. ton miedzi z terminem realizacji do połowy 2009 (73,5 tys. ton w 4Q2008, 63 tys. ton w 1H'09). Średnia cena po jakiej spółka zabezpieczyła wolumen miedzi to 5,9 tys. USD/t. W przypadku srebra na 4Q'08 spółka zabezpieczyła 93 tony a na

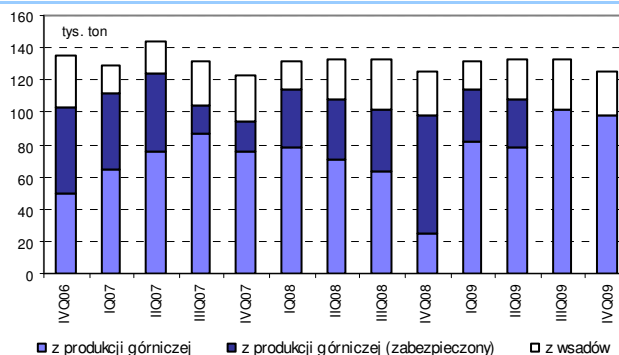
2009 290 ton. Oznacza to, że nawet przy istotnym spadku cen do końca 1H'09 przepływy gotówkowe w spółce będą wysokie (szczegółowy prognoza kwartalna poniżej).

Efektywna cena sprzedaży miedzi (po hedgingu i premii geograficznej /produktowej) w relacji do LME



Źródło: DI BRE Banku

Struktura sprzedaży miedzi w podziale na wsady własne (zabezpieczone / niezabezpieczone) i wsady obce



Źródło: DI BRE Banku

Dwa scenariusze wyników

Poniżej przedstawiamy szczegółowe założenia prognozy wyników KGHM w dwóch scenariuszach dotyczących cen miedzi, srebra i PLN/USD na kolejne dwa lata. W scenariuszu negatywnym zakładamy, że zarząd wprowadzi działania doraźnie obniżające koszty operacyjne, takie jak ograniczenie kosztów remontów, prac przygotowawczych i inwestycji. Załoga nie dostanie rocznej premii z zysku. Jednocześnie zakładamy, że spadek cen do poziomu 2,2 tys. USD/t prowadziłyby do dalszego umocnienia USD szczególnie w stosunku do walut rynków wschodzących.

Główne różnice w założeniach do scenariuszy

	IQ08	IIQ08	IIIQ08	IVQ08P	IQ09P	IIQ09P	IIIQ09P	IVQ09P	IQ10P	IIQ10P	IIIQ10P	IVQ10P
Cena miedzi USD/t (bazowy)	7 763	8 448	7 693	4 229	3 875	3 700	3 300	3 250	3 650	4 250	4 250	4 150
Cena miedzi (USD/t) (negatywny)	7 763	8 448	7 693	4 229	3 300	2 700	2 200	2 300	2 400	2 200	2 300	2 400
JKPM PLN (bazowy)	11 062	12 310	12 689	13 164	10 164	10 047	10 519	11 953	10 248	10 477	11 245	12 638
JKPM PLN (negatywny)	11 062	12 310	12 689	13 164	9 695	9 163	9 485	11 024	9 322	8 894	9 584	11 127
PLN/USD (bazowy)	2,4	2,2	2,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6
PLN/USD (negatywny)	2,4	2,2	2,2	2,9	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1

Źródło: DI BRE Banku SA

W scenariuszu bazowym spółka generuje stratę netto w 4Q'09 i 4Q'10. W pozostałych kwartałach wynik jest dodatki lub zbliżony do 0. W scenariuszu negatywnym strata pojawia się od 3Q'09. W pierwszym scenariuszu skumulowany wynik netto w okresie 2009-2010 wynosi 1 mld PLN, w drugim -550 mln PLN. W kontekście bieżącej wyceny spółki na GPW, w wariancie pierwszym wycena części miedziowej (MC = gotówka + aktywa telekomunikacyjne + część miedziowa) jest trzykrotnie niższa niż skumulowany wynik netto za kolejne dwa lata. W

scenariuszu drugim w najbliższych dwóch latach spółka „spala” w okresie recesji 550 mln PLN (CAPEX = amortyzacja) z puli posiadanej gotówki (2,1 mld PLN na koniec 2008). Jeżeli rynek dyskontuje już taki scenariusz to oznaczałoby, że obecna wycena części miedziowej to 900 mln PLN, tj. dwukrotność zysku w okresie równowagi rynkowej.

Wariant bazowy

	IQ08	IIQ08	IIIQ08	IVQ08P	IQ09P	IIQ09P	IIIQ09P	IVQ09P	IQ10P	IIQ10P	IIIQ10P	IVQ10P
Przychody, gdzie	3 002	3 028	2 720	2 331	2 090	2 067	1 693	1 592	1 749	1 991	1 923	1 761
Cena miedzi LME (USD/t)	7 763	8 448	7 693	4 229	3 875	3 700	3 300	3 250	3 650	4 250	4 250	4 150
Cena miedzi efektywna (USD/t)*	8 023	8 664	7 808	5 391	4 513	4 306	3 410	3 360	3 775	4 375	4 375	4 275
Cena srebra (USD/kg)	565	552	484	324	324	324	324	324	324	324	324	324
PLN/USD	2,4	2,2	2,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6
Łączna produkcja miedzi (t), z czego	132	133	133	125	132	133	133	125	132	133	133	125
z wsadów własnych bez hedging	78	71	63	25	82	78	102	98	115	108	102	98
z wsadów własnych z hedging	37	37	39	74	33	30	0	0	0	0	0	0
z wsadów obcych	17	25	31	27	17	25	31	27	17	25	31	27
Koszty operacyjne razem, gdzie	1 801	1 962	2 058	1 964	1 650	1 675	1 731	1 812	1 652	1 717	1 808	1 875
Amortyzacja	116	116	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
Wynagrodzenia	614	568	603	682	614	522	555	627	626	533	566	640
Materiały i energia, w tym	773	923	1 001	822	631	723	748	752	617	751	810	798
wsady obce	342	470	549	326	196	266	292	250	178	290	349	291
pozostałe	431	453	452	497	435	457	456	502	439	462	461	507
Usługi obce	217	260	260	265	210	234	234	239	212	237	236	241
Pozostałe	80	92	78	78	78	78	78	78	79	79	79	79
JKPM (PLN)	11 062	12 310	12 689	13 164	10 164	10 047	10 519	11 953	10 248	10 477	11 245	12 638
JKPM (USD)	4 648	5 644	5 768	4 617	3 505	3 495	3 691	4 194	3 660	3 845	4 243	4 861
EBIT	1 168	1 026	896	341	464	417	-14	-197	121	298	139	-90
Zysk netto	982	832	718	286	386	348	-1	-149	108	252	123	-63

* po uwzględnieniu hedgingu, premii produktowej i geograficznej

Wariant negatywny

	IQ08	IIQ08	IIIQ08	IVQ08P	IQ09P	IIQ09P	IIIQ09P	IVQ09P	IQ10P	IIQ10P	IIIQ10P	IVQ10P
Przychody, gdzie	3 002	3 028	2 720	2 331	1 913	1 876	1 356	1 329	1 386	1 372	1 397	1 368
Cena miedzi LME (USD/t)	7 763	8 448	7 693	4 229	3 300	2 700	2 200	2 300	2 400	2 200	2 300	2 400
Cena miedzi efektywna (USD/t)*	8 023	8 664	7 808	5 391	4 082	3 512	2 290	2 390	2 490	2 290	2 390	2 490
Cena srebra (USD/kg)	565	552	484	324	324	324	324	324	324	324	324	324
PLN/USD	2,4	2,2	2,2	2,9	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Łączna produkcja miedzi (t), z czego	132	133	133	125	132	133	133	125	132	133	133	125
z wsadów własnych bez hedging	78	71	63	25	82	78	102	98	115	108	102	98
z wsadów własnych z hedging	37	37	39	74	33	30	0	0	0	0	0	0
z wsadów obcych	17	25	31	27	17	25	31	27	17	25	31	27
Koszty operacyjne razem, gdzie	1 801	1 962	2 058	1 964	1 588	1 579	1 618	1 719	1 556	1 544	1 631	1 732
Amortyzacja	116	116	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
Wynagrodzenia	614	568	603	682	614	522	555	627	626	533	566	640
Materiały i energia, w tym	773	923	1 001	822	576	639	640	664	535	596	646	668
wsady obce	342	470	549	326	167	209	211	193	130	171	221	201
pozostałe	431	453	452	497	409	430	429	472	405	426	425	467
Usługi obce	217	260	260	265	205	225	230	235	201	221	225	230
Pozostałe	80	92	78	78	75	75	75	75	77	77	77	77
JKPM (PLN)	11 062	12 310	12 689	13 164	9 695	9 163	9 485	11 024	9 322	8 894	9 584	11 127
JKPM (USD)	4 648	5 644	5 768	4 617	3 343	2 956	3 060	3 556	3 007	2 869	3 092	3 589
EBIT	1 168	1 026	896	341	349	320	-239	-366	-146	-148	-210	-340
Zysk netto	982	832	718	286	293	270	-183	-286	-108	-109	-160	-265

* po uwzględnieniu hedgingu, premii produktowej i geograficznej

Wycena

Aktualizujemy wycenę akcji spółki w oparciu o korektę prognoz wyników (silniejszy niż zakładaliśmy spadek cen miedzi i srebra, osłabienie PLN), obniżenie wyceny Telefonii Dialog (wycena Netii) i spółek zależnych oraz przesunięcie wyceny w czasie. Wycena DCF części miedziowej, przy tak wysokiej zmienności cen metali jest obarczona wysokim ryzykiem błędu, a inwestorzy będą w większym stopniu zwracali uwagę na krótkoterminowe wskaźniki wyceny. Przy naszej wycenie (FV) części miedziowej implikowane P/E2009 wynosi 6,4 a EV/EBITDA 3,3.

Alternatywnie można przyjąć wycenę zdolności produkcyjnych spółki w oparciu o koszty budowy innych projektów górniczych. Średnio w ostatnim roku projekty o zdolnościach produkcyjnych na poziomie 100 tys. ton kosztowały 1-1,5 mld USD. Biorąc pod uwagę spadek cen stali i innych materiałów w perspektywie najbliższych dwóch lat koszt ten może obniżyć się nawet o 40% co daje przedział 0,6-0,9 mld USD. KGHM wytwarza rocznie 420 tys. ton koncentratu, co oznaczałoby, że jego zdolności produkcyjne wyceniane są po wartości odtworzeniowej na 7,5-11,3 mld PLN, tj. 38-57 PLN na akcję. Obecnie rynek wycenia część miedziową koncernu na 1,6 PLN na akcję. Z punktu widzenia inwestorów finansowych takie podejście do wyceny jest czysto teoretyczne i nie ma wpływu na decyzje inwestycyjne.

W oparciu o wycenę DCF dla części miedziowej bieżącą cenę jednej akcji szacujemy na 45,6 PLN, co implikuje cenę docelową w perspektywie 9-ciu miesięcy na poziomie 49,2 PLN.

Suma części wyceny KGHM

	Nowa	Stara	Zmiana
Polska Miedź	3 714	15 263	-11 549
Spółki zależne	200	417	-217
Dialog	403	832	-429
Gotówka netto	2 112	706	1 406
Polkomtel	2 691	2 691	0
Razem	9 119	19 909	-10 790
Na akcje	45,6	99,5	
Cena docelowa	49,2	107,4	

Główne założenia do modelu wyceny Polska Miedź

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Sprzedaż miedzi (tys. ton)	556,9	526,8	523,1	523,1	523,1	523,1	523,1	523,1	523,1
zmiana	0,8%	-5,4%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sprzedaż srebra (tys. ton)	1,24	1,18	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
zmiana	-0,9%	-5,0%	-3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Średnia cena miedzi SPOT (USD/t)	6 731,0	7 148,4	7 074,8	3 534,9	4 074,6	4 750,0	5 400,0	5 750,0	5 550,0
zmiana	82,7%	6,2%	-1,0%	-50,0%	15,3%	16,6%	13,7%	6,5%	-3,5%
Średnia cena srebra (USD/kg)	369,8	430,0	481,4	324,4	324,4	378,2	429,9	457,8	441,9
zmiana	41,5%	16,3%	12,0%	-32,6%	0,0%	16,6%	13,7%	6,5%	-3,5%
Średni kurs USD/PLN	3,09	2,78	2,40	2,87	2,69	2,50	2,50	2,50	2,50
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (USD)	3 345,2	4 064,1	5 096,6	3 713,2	4 132,1	4 697,1	4 865,2	4 958,7	4 954,7
zmiana	40,1%	21,5%	25,4%	-27,1%	11,3%	13,7%	3,6%	1,9%	-0,1%
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (PLN)	10 323	11 300	12 248	10 652	11 131	11 743	12 163	12 397	12 387
zmiana	33,7%	9,5%	8,4%	-13,0%	4,5%	5,5%	3,6%	1,9%	-0,1%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P	2015P	2016P	...	2050P
Przychody ze sprzedaży	7 442	7 424	7 944	8 951	9 498	9 202	8 369	7 613	7 011		-2 221
<i>zmiana</i>	<i>-32,8%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>-7,9%</i>		
EBITDA	1 139,7	937,6	1 061,5	1 690,8	2 019,4	1 773,7	1 163,2	580,8	132,4		-121,3
<i>marża EBITDA</i>	<i>15,3%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,4%</i>	<i>18,9%</i>	<i>21,3%</i>	<i>19,3%</i>	<i>13,9%</i>	<i>7,6%</i>	<i>1,9%</i>		<i>5,5%</i>
Amortyzacja	469,6	469,6	491,1	506,5	503,7	496,0	488,7	481,8	480,2		434,0
EBIT	670,2	468,0	570,4	1 184,3	1 515,7	1 277,7	674,5	99,0	-347,8		-555,3
<i>marża EBIT</i>	<i>9,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>13,9%</i>	<i>8,1%</i>	<i>1,3%</i>	<i>-5,0%</i>		<i>25,0%</i>
Opodatkowanie EBIT	127,3	88,9	108,4	225,0	288,0	242,8	128,2	18,8	-66,1		-105,5
NOPLAT	542,8	379,1	462,0	959,2	1 227,7	1 035,0	546,4	80,2	-281,7		-449,8
CAPEX	-900,0	-900,0	-800,0	-450,0	-350,0	-350,0	-350,0	-450,0	-450,0		-434,0
Kapitał obrotowy	880,4	160,1	-18,3	-162,3	-88,5	56,7	149,8	141,1	110,3		7,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0		0,0
FCF	992,8	108,8	134,8	853,4	1 292,9	1 237,7	834,9	253,1	-141,2		-442,1
<i>WACC</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,4%</i>		<i>11,7%</i>
<i>współczynnik dyskonta</i>	<i>79,2%</i>	<i>70,4%</i>	<i>62,7%</i>	<i>55,7%</i>	<i>49,6%</i>	<i>44,1%</i>	<i>39,3%</i>	<i>34,9%</i>	<i>31,1%</i>		<i>0,8%</i>
PV FCF	785,8	76,6	84,5	475,7	641,2	546,1	327,7	88,4	-43,9		-3,6
WACC	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%		11,7%
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%		6,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%		5,7%
Premia za ryzyko	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%		0,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%		11,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1		1,1
Wzrost FCF po okresie prognozy				0,0%							
Wartość rezydualna (TV)											
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)				-15,2							
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy				3 729							
Wartość firmy (EV)				3 714							
Liczba akcji (mln.)				200,0							
Wartość firmy na akcję (PLN)				18,6							
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego				7,9%							
Cena docelowa				20,0							
Dług netto				0,0							
Inne aktywa nieoperacyjne				0,0							
Udziałowcy mniejszościowi				0,0							
Wartość firmy				3 714							
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej				3,3							
P/E('09) dla ceny docelowej				6,4							
Udział TV w EV				0%							



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	11 669,7	12 183,1	11 080,7	7 442,0	7 423,9	7 943,8	8 951,1
<i>zmiana</i>	45,9%	4,4%	-9,0%	-32,8%	-0,2%	7,0%	12,7%
Koszt własny sprzedaży	6 932,3	6 617,3	7 081,1	6 061,3	6 239,5	6 762,0	7 071,7
Zysk brutto na sprzedaży	4 737,4	5 565,8	3 999,6	1 380,7	1 184,5	1 181,8	1 879,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	40,6%	45,7%	36,1%	18,6%	16,0%	14,9%	21,0%
Koszty sprzedaży	80,1	77,6	73,7	70,1	70,8	69,9	80,6
Koszty ogólnego zarządu	518,8	608,5	547,9	520,5	525,7	413,1	469,9
Pozostała działalność operacyjna netto	163,6	-197,7	52,9	-120,0	-120,0	-128,4	-144,7
EBIT	4 302,2	4 682,0	3 430,9	670,2	468,0	570,4	1 184,3
<i>zmiana</i>	71,5%	8,8%	-26,7%	-80,5%	-30,2%	21,9%	107,6%
<i>marża EBIT</i>	36,9%	38,4%	31,0%	9,0%	6,3%	7,2%	13,2%
Wynik na działalności finansowej	-22,6	-26,5	-16,2	50,0	50,0	86,1	105,2
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Zysk brutto	4 279,6	4 655,5	3 414,7	720,2	518,0	656,5	1 289,4
Podatek dochodowy	775,1	856,7	596,1	136,8	98,4	124,7	245,0
Udział w zyskach	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3 504,6	3 798,8	2 818,6	583,3	419,6	531,8	1 044,4
<i>zmiana</i>	53,1%	8,4%	-25,8%	-79,3%	-28,1%	26,7%	96,4%
<i>marża</i>	30,0%	31,2%	25,4%	7,8%	5,7%	6,7%	11,7%
Amortyzacja	344,4	344,4	466,7	469,6	469,6	491,1	506,5
EBITDA	4 646,5	5 026,4	3 897,6	1 139,7	937,6	1 061,5	1 690,8
<i>zmiana</i>	154,3%	79,5%	-16,1%	-77,3%	-75,9%	-6,9%	80,3%
<i>marża EBITDA</i>	39,8%	41,3%	35,2%	15,3%	12,6%	13,4%	18,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	201,0	202,0
EPS	17,5	19,0	14,1	2,9	2,1	2,7	5,2
CEPS	19,2	20,7	16,4	5,3	4,4	5,1	7,8
ROAE	48,9%	44,5%	29,8%	5,8%	4,2%	5,1%	9,5%
ROAA	30,1%	30,8%	22,5%	4,8%	3,6%	4,4%	8,1%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	12 283,6	12 423,5	12 670,0	11 674,0	11 917,4	12 401,9	13 263,6
Majątek trwały	7 048,7	7 428,3	7 655,4	8 085,9	8 516,3	8 825,2	8 768,7
Rzeczowe aktywa trwałe	4 378,3	4 832,6	5 265,9	5 696,4	6 126,8	6 435,7	6 379,2
Wartości niematerialne	74,8	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5	80,5
Finansowy majątek trwały	2 548,2	2 509,9	2 290,0	2 290,0	2 290,0	2 290,0	2 290,0
Należności długoterminowe	46,7	11,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Majątek obrotowy	5 234,9	4 995,1	5 014,6	3 588,2	3 401,1	3 576,6	4 494,9
Zapasy	1 638,3	1 603,5	1 723,7	1 075,0	989,9	1 059,2	1 193,5
Należności krótkoterminowe	1 220,6	772,3	1 077,3	661,5	618,7	662,0	745,9
Papiery wartościowe	282,6	84,4	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	2 093,4	2 535,0	2 111,7	1 749,7	1 690,6	1 753,5	2 453,5
(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	12 283,6	12 423,2	12 670,0	11 674,0	11 917,4	12 401,9	13 263,6
Kapitał własny	8 115,8	8 965,9	9 978,5	10 009,9	10 191,1	10 550,0	11 323,6
Kapitał akcyjny	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0	2 000,0
Kapitał zapasowy	2 402,3	3 153,3	5 152,2	7 420,7	7 770,7	8 022,5	8 288,4
Pozostałe	3 713,5	3 812,6	2 826,3	589,1	420,4	527,5	1 035,2
Rezerwy	524,6	631,9	523,0	553,0	583,0	613,0	643,0
Zobowiązania długoterminowe	37,0	882,4	865,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	29,6	20,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	7,4	862,1	865,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3 606,3	1 943,0	1 303,5	1 111,2	1 143,3	1 238,8	1 297,0
Zobowiązania handlowe	1 953,9	1 920,1	1 278,5	1 094,4	1 126,6	1 220,9	1 276,8
Dług	10,8	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1 641,6	14,3	25,0	16,8	16,7	17,9	20,2
Dług	40,4	28,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-2 053,1	-2 506,1	-2 111,7	-1 749,7	-1 690,6	-1 753,5	-2 453,5
(Dług netto / Kapitał własny)	-25,3%	-28,0%	-21,2%	-17,5%	-16,6%	-16,6%	-21,7%
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,5	-0,5	-1,5	-1,8	-1,7	-1,5
BVPS	40,6	44,8	49,9	50,0	51,0	52,8	56,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	2 601,1	4 763,9	2 114,8	1 057,8	1 038,8	964,8	1 333,4
Zysk netto	3 504,6	3 798,8	2 818,6	583,3	419,6	531,8	1 044,4
Amortyzacja	344,4	344,4	466,7	469,6	469,6	491,1	506,5
Kapitał obrotowy	-1 466,3	592,3	-1 183,6	45,4	190,1	11,7	-132,3
Pozostałe	218,5	28,5	13,1	-40,5	-40,5	-69,7	-85,2
Przepływy inwestycyjne	-694,2	-806,7	-685,8	-900,0	-900,0	-800,0	-450,0
CAPEX	-664,2	-845,0	-905,7	-900,0	-900,0	-800,0	-450,0
Inwestycje kapitałowe	-30,0	38,3	219,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Przepływy finansowe	-1 457,0	-3 515,7	-1 852,2	-519,7	-197,9	-101,9	-183,4
Dług	0,0	-11,4	-28,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-2 000,0	-3 396,0	-1 800,0	-550,0	-233,3	-167,8	-265,9
Pozostałe	543,0	-108,2	-23,3	30,3	35,5	65,9	82,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	449,9	441,6	-423,2	-362,0	-59,1	62,9	700,0
Środki pieniężne na koniec okresu	2 093,6	2 535,1	2 111,8	1 749,7	1 690,6	1 753,5	2 453,5
DPS (PLN)	10,0	17,0	9,0	2,8	1,2	0,8	1,3
FCF	2 295,4	3 776,8	1 271,0	992,8	108,8	134,8	853,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	5,7%	6,9%	8,2%	12,1%	12,1%	10,1%	5,0%

Wskaźniki

	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
P/E	1,6	1,5	2,0	9,8	13,6	10,7	5,5
P/CE	1,5	1,4	1,7	5,4	6,4	5,6	3,7
P/BV	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,7	0,6
FCF/EV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EV/EBITDA	0,1	0,0	0,1	0,8	1,0	0,8	0,1
EV/EBIT	0,1	0,0	0,1	1,3	2,0	1,5	0,1
EV/S	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
DYield	35,1%	59,6%	31,6%	9,6%	4,1%	2,9%	4,7%
Cena (PLN)	28,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	201,0
MC (mln PLN)	5 700,0	5 700,0	5 700,0	5 700,0	5 700,0	5 700,0	5 700,0
Wyłączenie aktywów telekom.	3 094,2	3 094,2	3 094,2	3 094,2	3 094,2	3 094,2	3 094,2
EV (mln PLN)	552,7	99,8	494,1	856,1	915,2	852,3	152,3



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, handel

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

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

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 księgowa

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 księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące KGHM

Rekomendacja	Akumuluj
data wydania	2008-05-12
kurs z dnia rekomendacji	105,20
WIG w dniu rekomendacji	47598,66