

4 grudnia 2009

KGHM

sektor metalowy

poprzednia rekomendacja: sprzedaż

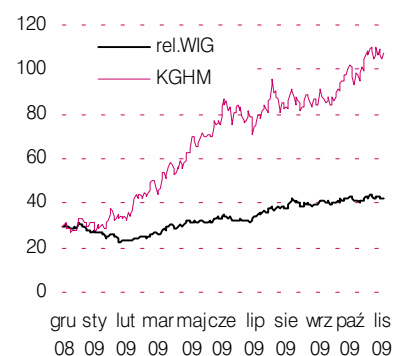
redukuj

Cena: 108.7

Cena docelowa: 93.6

Wysokie ceny mimo rosnących zapasów

Ceny miedzi doszły do poziomu 7,020 USD/t, który jest na poziomie średnich cen z najlepszych lat w globalnej gospodarce (6,738-7,132 USD/t). Wzrosty cen metalu są wynikiem percepcji polepszającej się perspektywy globalnej gospodarki oraz dobrych danych gospodarki chińskiej (wzrost produkcji przemysłowej 16.1% r/r w październiku, PMI wzrósł do 55.7 w listopadzie). Warto jednak zauważyć, że mimo dobrych perspektyw, podaż metalu przewyższa popyt, co powoduje rosnące zapasy. Należy również podkreślić, że zapasy byłyby wyższe niż oficjalne poziomy na LME, gdyby nie zakup po niskich cenach 235 tys. ton przez rząd chiński w ramach tworzenia rezerw. W pierwszych 8 miesiącach import miedzi do Chin wzrósł ponad 2-krotnie, natomiast ostatnie miesiące roku zapowiadają się dużo słabiej. Oczekuje się, że w kolejnym roku import do Chin może spaść nawet o 30-40%. Oznaczałoby to dalszą kontynuację wzrostu zapasów i większą presję na cenę metalu.



Nowa prognoza nadal poniżej konsensusu

Spółka podała w listopadzie nowy budżet, w którym zakłada, że zysk netto w 2009 wyniesie 2.25 mld PLN (podniesienie z 1.95 mld PLN zakładanych wcześniej). Aktualna prognoza jest nadal wyraźnie poniżej wcześniejszych oczekiwań rynkowych, które wynosiły ok. 2.4-2.5 mld PLN. Nowa prognoza spółki zakłada ok. 450 mln PLN zysku netto w IV kwartale. Najprawdopodobniej jest to związane z odpisami (spółka spodziewa się dokonać odpisu wartości majątku na poziomie 200 mln PLN w IV kwartale) oraz kosztami hedgingu. Przy uwzględnieniu tego czynnika, nasza prognoza jest wyższa od założeń spółki (oczekujemy 2,351 mln PLN).

Rekomendacja redukuj

Wbrew naszym wcześniejszym oczekiwaniom, ceny miedzi kontynuują wzrosty, co sprawia, że musimy podwyższyć założenia dotyczące cen metalu (na ten rok z 4,500 USD/t do 5,088 oraz z 4,500 USD/t do 5,900 USD/t w 2010) oraz ceny docelowej z 54.6 do 93.6 PLN. Podnosimy równocześnie naszą rekomendację ze sprzedaży do redukuj podtrzymując negatywne nastawienie. Uważamy, że rosnące zapasy miedzi oraz nadmiernie duży optymizm w stosunku do gospodarki światowej zwiększają prawdopodobieństwo odwrócenia się trendu wzrostowego.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	110.2 / 27.3
Liczba akcji (mln)	200
Kapitalizacja (mln PLN)	21 600
EV (mln PLN)	20 224
Free float (mln PLN)	12 031
Średni obrót (mln PLN)	163.0
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa
% akcji, % głosów	44.3

	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	14.8	31.1	307.2
Zmiana rel. WIG (%)	7.0	19.2	255.9

Marcin Palenik, CFA

(022) 598 26 71

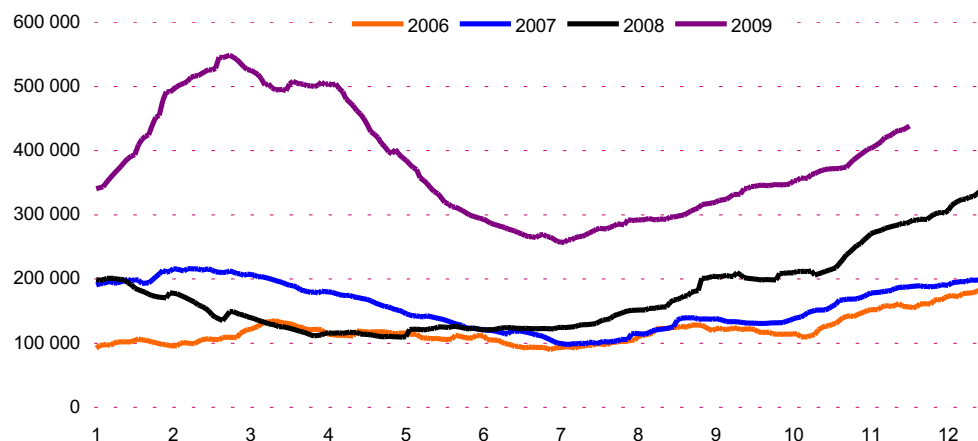
marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA	ROE (%)
2008	11 302.9	3 596.4	4 077.8	3 553.7	2 920.4	14.6	17.0	53.0	7.4	2.0	5.6	5.0	32.6
2009p	10 832.7	2 922.8	3 464.0	2 902.8	2 351.2	11.8	14.5	53.0	9.2	2.0	6.9	5.8	22.2
2010p	11 125.2	2 798.5	3 380.1	2 885.7	2 337.4	11.7	14.6	62.2	9.2	1.7	7.2	6.0	22.0
2011p	10 376.8	2 111.5	2 730.8	2 254.4	1 826.1	9.1	12.2	68.8	11.8	1.6	9.6	7.4	14.7
2012p	10 388.6	1 959.0	2 612.5	2 142.6	1 735.5	8.7	11.9	72.0	12.4	1.5	10.3	7.7	14.7

p - prognozy jednostkowe Millennium DM, mln PLN

Rynek miedzi

Zapasy miedzi w magazynach LME (tony)



Źródło: Bloomberg

Cena miedzi w kontraktach 3M na LME (USD/t)



Ceny miedzi po kolejnej fali wzrostowej doszły do poziomu 7,020 USD/t, najwyższego od września ubiegłego roku. Zapasy miedzi na LME od lipca systematycznie rosną i doszły już do poziomu 443 tys. ton. Oczekujemy kontynuacji wzrostów zapasów jeszcze przez 2-3 miesiące. Na początku roku zapasy powinny ustanowić lokalny szczyt i poziom ten może wynieść powyżej 600 tys. ton. Na początku tego roku szczyt zapasów wyniósł 550 tys. ton, a aktualny poziom jest o 140 tys. ton wyższy niż w tym samym okresie roku ubiegłego. Należy pamiętać, że w I połowie roku 235 tys. ton zostało zakupione przez biuro rezerw chińskich, a firmy chińskie zwiększały zapasy po niskich cenach. Jeżeli w kolejnych miesiącach ceny miedzi będą zbliżone do obecnych można oczekiwać, że w I połowie roku 2010 zapasy metalu wcale nie będą tak dynamicznie spadać jak w tym roku. Import miedzi przez Chiny wzrósł ponad 2-krotnie w pierwszych 8 miesiącach tego roku. Rynek jednak oczekuje spadku importu przez Chiny o 30-40% w roku kolejnym.

Warto zauważyć, że rynek nieruchomości w USA czy Europie Zachodniej ma słabe perspektywy także na rok kolejny pomimo przewidywanego odbicia z niskiego poziomu. Dlatego na popyt na miedź z krajów rozwiniętych nie można specjalnie liczyć. Wyraźne odbicie natomiast widać w krajach rozwijających się, przede wszystkim w Azji. Produkcja przemysłowa w Chinach wzrosła w październiku o 16.1% w porównaniu z oczekiwanymi 15.5% i widać wyraźnie, że pakiety stymulacyjne dają efekty. Istnieje jednak obawa o przegrzanie szczególnie na rynku nieruchomości w Chinach. W obawie przed przegrzaniem gospodarki, nowe kredyty w II połowie roku zostały zmniejszone średnio aż o 68% w porównaniu z I połową roku.

Wyniki III kwartału poniżej oczekiwań

Wyniki KGHM vs prognoza

mln PLN	III kwartał 2008	III kwartał 2009	zmiana	prognoza Millennium	wynik vs. prognoza
Przychody	2 719.7	2 636.5	-3.1%	2 750.4	-4.1%
EBITDA	1 013.4	613.3	-39.5%	957.4	-35.9%
EBIT	896.0	477.5	-46.7%	822.2	-41.9%
Zysk netto	718.1	382.2	-46.8%	666.0	-42.6%
Marże					
Marża EBITDA	37.3%	23.3%		34.8%	
Marża netto	26.4%	14.5%		24.2%	

Źródło: KGHM; szacunki Millennium DM

Jednostkowe wyniki KGHMu

	III kwartał 2008	III kwartał 2009	zmiana	I-III 2008	I-III 2009	zmiana
Przychody	2719.7	2636.5	-3.1%	8750.6	7735.7	-11.6%
EBITDA	1013.4	613.3	-39.5%	3439.8	2647.5	-23.0%
EBIT	896.0	477.5	-46.7%	3090.5	2243.6	-27.4%
Zysk netto	718.1	382.2	-46.8%	2532.8	1854.8	-26.8%
Marże						
Marża EBITDA	37.3%	23.3%		39.3%	34.2%	
Marża EBIT	32.9%	18.1%		35.3%	29.0%	
Marża netto	26.4%	14.5%		28.9%	24.0%	

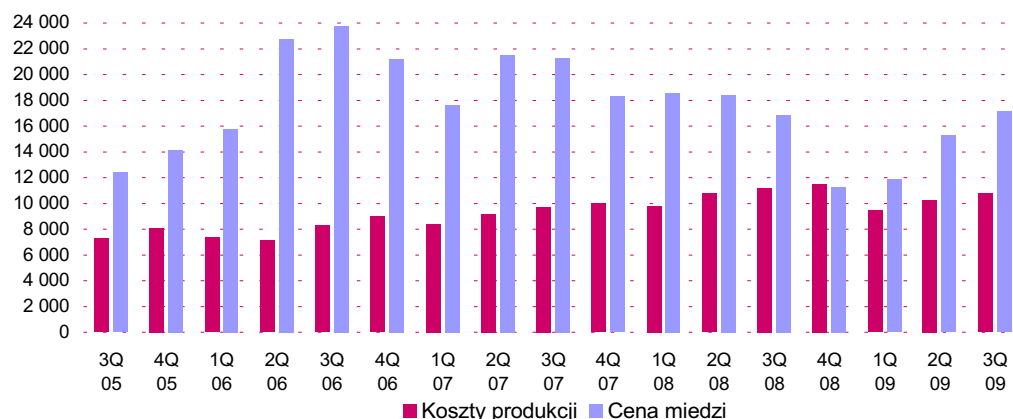
Wg MSR/MSSF; mln PLN;

Wyniki KGHM okazały się zarówno poniżej oczekiwań rynkowych, jak i naszych prognoz. W III kwartale spółka wypracowała 382.2 mln PLN zysku netto jednostkowego wobec oczekiwanych przez nas 666 mln PLN oraz 479 mln PLN oczekiwanych przez rynek. Spadek przychodów o 3.1% r/r pomimo nieznacznie wyższej ceny miedzi (o 1.5% r/r licząc w PLN) wynikał z niższych wolumenów sprzedaży (spadek ze 133 do 125 tys. ton) ze względu na remont pieca zawieszinowego w Głogowie. Na przychody negatywnie wpłynęły transakcje zabezpieczające na poziomie 13.6 mln PLN, natomiast o 232.8 mln PLN zostały powiększone pozostałe koszty operacyjne.

W III kwartale spółka zabezpieczyła dodatkowo wolumen miedzi na poziomie 58.5 tys. ton o horyzoncie czasowym przypadającym na 2010 rok. Spółka korzystała ze strategii opcyjnych. Spółka również zabezpieczyła kurs USD/PLN o wartości 120 mln USD na rok 2010. Spółka wyprodukowała 125 tys. t miedzi elektrolitycznej, w tym 30 tys. t z zakupionych materiałów miedzionośnych. Produkcja ze wsadów własnych wyniosła więc zaledwie 95 tys. ton w porównaniu z 102 tys. ton rok wcześniej i była na zbliżonym poziomie do II kwartału. Spółka zapowiada, że produkcja w kolejnym roku powinna być wyższa. Mniejsza produkcja w II i III kwartale wynika prawdopodobnie z postojów remontowych. Niższa produkcja ze wsadów własnych negatywnie wpłynęła na zyskowność. Produkcja srebra wyniosła 280 ton w porównaniu z 253 ton w III kwartale 2008, a sprzedaż 316 tony (zakładaliśmy 290 ton).

Koszty produkcji miedzi wyniosły 12,450 PLN/t, czyli zmniejszyły się o 2.3% r/r. Spadek kosztów wynikał głównie ze spadku kosztów ze wsadów własnych (których jednostkowy koszt spadł o 4%). Szacujemy, że koszty wsadów obcych były zbliżone do zeszłorocznych. Spadek kosztów produkcji ze wsadów własnych wynikał ze wzrostu o 147 mln PLN r/r przychodów ze srebra, co obniża obliczany koszt produkcji miedzi.

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



Źródło: Bloomberg, KGHM

Spółka zmieniła budżet - podniesiona prognoza

12 listopada spółka zmieniła założenia do budżetu na 2009. Spółka podniosła przede wszystkim założenie średniorocznej ceny miedzi z prognozy 4,500 USD/t do poziomu 5,045 USD/t oraz ceny srebra z 13 do 14.5 USD za uncję. Nowy budżet zakłada wygenerowanie 2.249 mld PLN zysku netto. Nowa prognoza jest nadal niższa od oczekiwań rynkowych na poziomie 2.4-2.5 mld PLN. Relatywnie niska prognoza zakłada ok. 450 mln PLN zysku netto w IV kwartale. Najprawdopodobniej jest to związane z odpisami - spółka spodziewa się dokonać odpisu wartości majątku na poziomie 200 mln PLN w IV kwartale.

Budżet spółki na rok 2009 (mln PLN)

	Stary budżet	Nowy budżet	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	9 662	10 829	12.1%
Zysk netto	1 950	2 249	15.3%
Założenia:			
Średnioroczne ceny miedzi (USD/t)	4 500	5 045	12.1%
Średnioroczne ceny srebra (USD/uncja)	13	14.53	15.3%
Średnioroczny kurs USD/PLN	3.10	3.13	1.0%
Koszt jedn. ze wsadów własnych	11 160	11 254	0.8%

Źródło: 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 16,675 mln PLN, czyli 83.4 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą do spółek zagranicznych wyceniamy KGHM na 20,767 mln PLN (103.8 PLN na akcję). Obu metodom przypisujemy jednakową wagę. Średnia tych wycen implikuje końcową wycenę na poziomie 18,721 mln PLN, czyli 93.6 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 trwały spadek cen miedzi poniżej 3,500 USD prowadzić będzie do sytuacji, w której spółka generowałaby straty.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena KGHM (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	16 675	83.4
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	20 767	103.8
Wycena KGHM	18 721	93.6

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2009-2018,

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

- ☐ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2009-2018,
- ☐ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ☐ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2018 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 2018 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	2017	2018
Cena miedzi (USD/t)	6 961	5 088	5 900	5 400	5 400	5 508	5 618	5 731	5 845	5 962	6 081
Cena srebra (USD/uncja)	14.9	14.4	14.3	14.3	14.3	14.5	14.8	15.1	15.4	15.7	16.1
USD/PLN	2.41	3.13	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	>2018
sprzedaż	10 833	11 125	10 377	10 389	10 596	10 808	11 024	11 245	11 470	11 699	
EBIT (1-T)	2 461	2 226	1 668	1 543	1 574	1 605	1 637	1 670	1 704	1 739	
amortyzacja	541	582	619	654	685	700	700	700	700	700	
inwestycje	-980	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-700	-700	-700	-700	-700	
zmiana kap.obrotowego	46	-29	73	-1	-20	-21	-21	-22	-22	-23	
FCF	2 068	1 779	1 361	1 195	1 238	1 584	1 616	1 649	1 682	1 716	12 946
zmiana FCF		-14%	-24%	-12.2%	3.6%	28%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	-2.0%
dług/kapitał	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.9%	5.4%	5.6%	5.7%	5.9%	5.9%	6.0%	6.0%	6.1%	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	5.0%	5.4%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	5.5%
koszt kapitału	10.5%	10.9%	11.4%	11.6%	11.7%	11.9%	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%	11.0%
WACC	10.5%	10.9%	11.4%	11.6%	11.7%	11.8%	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%	11.0%
PV (FCF)	414	1604	1097	859	796	905	822	745	678	614	4633
wartość DCF (mln PLN)	13 167	w tym wartość rezydualna				4633					
dług (-)/gotówka(+) netto	190.4										
wycena DCF (mln PLN)	13357.7										
Aktywa telekom.	3317.3										
Liczba akcji (mln)	200.0										
wycena 1 akcji (PLN)	83.4										

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		rezydualna stopa wzrostu						
stopa R_f rezydualna		-3.5%	-3.0%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%
	4.0%	82.2	83.1	84.2	85.3	86.5	87.9	89.3
	4.5%	81.4	82.3	83.3	84.3	85.4	86.7	88.0
	5.0%	80.7	81.5	82.4	83.4	84.4	85.6	86.8
	5.5%	80.0	80.8	81.6	82.5	83.5	84.5	85.7
	6.0%	79.3	80.1	80.9	81.7	82.6	83.6	84.7

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN		Cena miedzi w 2011 (USD/t)						
USD/PLN		3 900	4 400	4 900	5 400	5 900	6 400	6 900
	3.1	33.7	56.1	78.5	100.9	123.2	145.6	167.9
	3.0	26.4	48.8	70.5	92.1	113.8	135.4	157.0
	2.9	18.1	41.5	62.4	83.4	104.3	125.2	146.1
	2.8	10.2	34.2	54.4	74.6	94.8	115.0	135.2
	2.7	2.2	26.9	46.4	65.9	85.4	104.9	124.3

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 2008 dla KGHMu wyniosła 36% podczas gdy średnia dla wybranych spółek porównawczych 43%. 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 latach 2006-2008. 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		
		2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p	2009p	2010p	2011p
ANTOFAGASTA PLC	ANTO	10.3	6.2	4.3	12.0	6.9	5.0	29.1	16.3	11.3
GRUPO MEXICO	GMEXICOB	9.0	5.8	4.2	12.0	7.4	5.0	20.8	14.6	11.1
FREEMPORT-MCMORAN	FCX	7.5	6.0	5.6	8.6	6.7	6.0	14.5	9.8	8.3
SOUTHERN COPPER CORP	PCU	17.8	11.2	8.3	21.4	13.4	9.4	34.1	19.4	13.8
KAZAKHMYS PLC	KAZ	15.3	10.2	8.1	25.1	13.7	11.5	21.7	12.2	9.6
Mediana		10.3	6.2	5.6	12.0	7.4	6.0	21.7	14.6	11.1
Wyniki spółki (mln PLN)		3464	3380	2731	2923	2798	2112	2351	2337	1826

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	39357	24618	18696	38545	24089	16279	51003	34237	20182
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Dyskonto ze względu na wyższe koszty	30%	30%	30%
--------------------------------------	-----	-----	-----

Wycena spółki KGHM	20 767
--------------------	--------

Wycena 1 akcji (PLN)	103.8
----------------------	-------

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
przychody netto ze sprzedaży	12 183.1	11 302.9	10 832.7	11 125.2	10 376.8	10 388.6
Koszty wytworzenia	-6 617.3	-7 215.4	-7 078.4	-7 488.7	-7 549.8	-7 700.8
Koszty sprzedaży	-77.6	-79.8	-96.2	-99.1	-103.0	-105.1
Koszty ogólnego zarządu	-608.5	-615.3	-620.3	-638.9	-664.5	-677.8
Zysk (strata) na sprzedaży	4879.7	3392.4	3037.8	2898.5	2059.5	1905.0
Pozostała działalność operacyjna	-197.7	204.0	-115.0	-100.0	52.0	54.0
EBITDA	5 098.0	4 077.8	3 464.0	3 380.1	2 730.8	2 612.5
EBIT	4 682.0	3 596.4	2 922.8	2 798.5	2 111.5	1 959.0
saldo finansowe	-26.4	-42.7	-20.0	87.2	142.9	183.6
zysk przed opodatkowaniem	4655.6	3553.7	2902.8	2885.7	2254.4	2142.6
podatek dochodowy	-856.7	-633.3	-551.5	-548.3	-428.3	-407.1
zysk netto	3 798.9	2 920.4	2 351.2	2 337.4	1 826.1	1 735.5
EPS	19.0	14.6	11.8	11.7	9.1	8.7

Bilans (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
aktywa trwałe	7 428.3	8 703.6	9 142.3	9 560.7	9 941.4	10 287.9
wartości niematerialne i prawne	74.8	80.9	77.7	74.6	71.6	68.7
rzeczowe aktywa trwałe	4 832.6	5 515.0	5 957.0	6 378.4	6 762.1	7 111.5
inwestycje długoterminowe	2 349.1	3 045.8	3 045.8	3 045.8	3 045.8	3 045.8
aktywa obrotowe	4 995.3	5 197.0	4 792.8	6 252.2	7 094.3	7 389.3
zapasy	1 603.5	1 446.8	1 386.6	1 424.0	1 328.3	1 329.8
należności	772.3	1 222.5	1 171.6	1 203.3	1 122.3	1 123.6
inwestycje krótkoterminowe	2 619.5	2 504.7	2 211.5	3 601.9	4 620.7	4 912.9
rozliczenia międzyokresowe	0.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
aktywa razem	12 423.6	13 900.6	13 935.1	15 812.9	17 035.7	17 677.2
kapitał własny	8 966.0	10 591.2	10 606.4	12 443.9	13 769.9	14 409.8
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 457.6	3 309.4	3 328.7	3 369.1	3 265.8	3 267.4
zobowiązania długoterminowe	26.6	42.2	42.2	42.2	42.2	42.2
zobowiązania krótkoterminowe	1 603.0	1 560.3	1 579.6	1 620.0	1 516.7	1 518.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	418.3	108.4	108.4	108.4	108.4	108.4
pasywa razem	12 423.6	13 900.6	13 935.1	15 812.9	17 035.7	17 677.2
BVPS	44.8	53.0	53.0	62.2	68.8	72.0

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
wynik netto	3 798.9	2 920.4	2 351.2	2 337.4	1 826.1	1 735.5
amortyzacja	416.0	481.4	541.3	581.6	619.3	653.5
zmiana kapitału obrotowego	-393.9	-336.2	46.1	-28.7	73.4	-1.2
gotówka z działalności operacyjnej	3 812.4	2 749.2	3 022.8	2 890.4	2 518.8	2 387.9
inwestycje (capex)	-845.6	-1 080.6	-980.0	-1 000.0	-1 000.0	-1 000.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-845.6	-1 721.8	-980.0	-1 000.0	-1 000.0	-1 000.0
wypłata dywidendy	-3 394.0	-1 800.0	-2 336.0	-500.0	-500.0	-1 095.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	8.6	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
gotówka z działalności finansowej	-3 365.1	-1 768.8	-2 336.0	-500.0	-500.0	-1 095.6
FCF	2 975.4	1 985.0	1 958.6	1 890.4	1 518.8	1 387.9
DPS	-17.0	-9.0	-11.7	-2.5	-2.5	-5.5
CEPS	21.1	17.0	14.5	14.6	12.2	11.9
FCFPS	14.9	9.9	9.8	9.5	7.6	6.9

Wskaźniki (%)

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
zmiana sprzedaży	4.40	-7.22	-4.16	2.70	-6.73	0.11
zmiana EBITDA	12.15	-20.01	-15.05	-2.42	-19.21	-4.33
zmiana EBIT	11.44	-23.19	-18.73	-4.25	-24.55	-7.22
zmiana zysku netto	11.89	-23.12	-19.49	-0.59	-21.88	-4.96
marża EBITDA	41.84	36.08	31.98	30.38	26.32	25.15
marża EBIT	38.43	31.82	26.98	25.15	20.35	18.86
marża netto	31.18	25.84	21.71	21.01	17.60	16.71
sprzedaż/aktywa	98.06	81.31	77.74	70.35	60.91	58.77
dług / kapitał własny	0.00	0.32	0.23	0.23	0.20	0.18
odsetki / EBIT	-0.56	-1.19	-0.68	3.12	6.77	9.37
stopa podatkowa	18.40	17.82	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	47.90	32.57	22.20	22.04	14.67	12.60
ROA	30.38	23.51	16.91	16.77	11.55	10.19
(dług) gotówka netto (mln PLN)	2 453.4	2 526.4	1 784.1	1 490.0	2 879.4	3 897.0

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 Łukaszczyk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczyk@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

Analityk
sektor budowlany, developerzy

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

Rekomendacje Millennium DM S.A.

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.

KUPUJ - 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, Kopec, 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.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
KGHM	Sprzedaj	18 sie 09	84.0	60.5
KGHM	Sprzedaj	25 maj 09	70.0	54.6
KGHM	Redukuj	11 mar 09	44.0	36.5
KGHM	Neutralnie	21 lis 08	22.4	22.7
KGHM	Kupuj	24 paź 08	21.0	34.8

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2009 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	11%
Akumuluj	9	24%
Neutralnie	13	35%
Redukuj	7	19%
Sprzedaj	4	11%

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

		% udział
Kupuj	4	15%
Akumuluj	7	27%
Neutralnie	6	23%
Redukuj	7	27%
Sprzedaj	2	8%

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