

piątek, 25 listopada 2022 | raport analityczny

## KGHM: redukcja (wznowiona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

### Czas brać zyski

**Wznowiamy pokrycie analityczne dla KGHM z ceną docelową 102,75 PLN oraz rekomendacją redukcji. Uważamy, że wycena spółki jest relatywnie wymagająca (2023P EV/EBITDA według naszych prognoz na poziomie 4,6x implikuje 14% premię do długoterminowej średniej) biorąc pod uwagę ryzyka w otoczeniu makroekonomicznym. Zwracamy również uwagę, na fakt że w przyszłym roku oczekiwane jest globalne spowolnienie gospodarcze (wzrost PKB w 2023 +2.1% vs +2.9% w 2022 roku według konsensusu rynkowego). Dodatkowo w Chinach (52% światowego popytu na miedź) rynek nieruchomości (jedna piąta konsumpcji miedzi w tym państwie) jest w kryzysie. Co więcej, rośnie liczba przypadków zakażeń wirusem COVID-19 (ponad 28 tys. dziennie, tj. najwięcej od sześciu miesięcy). Wreszcie obecna cena miedzi (ok. 8 tys. USD/t) jest o ok. 10% niższa od średniej w tym roku (ponad 8,8 tys. USD/t), co dodatkowo zmniejsza wycenę KGHM w naszym modelu.**

### Wymagająca wycena

Od 7 września br. wartość akcji KGHM zwiększyła się o 43% (w USD). Było to znacząco więcej od wzrostu ceny miedzi w tym okresie (+5%), jak i mediany stóp zwrotu spółek porównywalnych (+30%). Według naszych prognoz spółka wyceniana jest na mnożniku 2023P EV/EBITDA na poziomie 4,6x (tj. 14% powyżej swojej długoterminowej średniej). Co więcej, na średnim mnożniku 1-3YF EV/EBITDA spółka wyceniana jest 40% poniżej spółek porównywalnych, a więc na średnim dyskoncie z ostatnich pięciu lat. Zwracamy jednak uwagę, że w tym okresie gotówkowy koszt miedzi wzrósł w KGHM o ok. 46%, podczas gdy w spółkach porównywalnych o ok. 9%. Ponadto, od momentu rozpoczęcia wojny na Ukrainie dyskonto wycenowe (2YF C/Z) indeksu WIG do MSCI EM wzrosło z 9% wcześniej do ok. 30% obecnie. Te dwa czynniki, oznaczają naszym zdaniem, że obecne dyskonto KGHM w relacji do spółek porównywalnych powinno być większe niż historyczna średnia. W naszych założeniach przyjmujemy cenę bieżącą miedzi (tj. 8 tys. USD/t) jako cenę na 2023 r.

### Problemy Chin: czynnik ryzyka dla miedzi w krótkim terminie

W Chinach (52% światowej konsumpcji miedzi) pogłębia się kryzys na rynku nieruchomości (powierzchnia budowanych nieruchomości spadła o 6% r/r, zaś ceny o 2,5% r/r w październiku). Inwestycje w budownictwie zmniejszyły się o 9% r/r we wrześniu. Jako, że rynek ten odpowiada za ok. 21% popytu na miedź, jego zapaść ma istotny negatywny wpływ na cenę metalu w najbliższym okresie. Ponadto, rośnie liczba nowych zachorowań na COVID-19. Według danych z 22 listopada zdiagnozowano ok. 28 tys. nowych przypadków zakażenia (najwięcej od pół roku). I choć Chiny zachęcają lokalne banki do wsparcia sektora nieruchomości oraz zwiększają liczbę zaszczepionych osób, nie wiadomo kiedy wspomniane działania przyczynią się do poprawy sytuacji.

### Miedź: dobre perspektywy w długim terminie

Naszym zdaniem rynek (i cena miedzi) mają bardzo dobre perspektywy w długim terminie. Wzrost penetracji aut elektrycznych (2-4x większe zużycie miedzi niż w autach o silnikach spalinowych), czy też osiągnięcie zerowej emisyjności netto w 2050 roku będzie wymagało trzykrotnego wzrostu popytu na miedź między 2021-2030 r. (prognozy IEA). Uważamy jednak, że obecny poziom wyceny KGHM w relacji do ryzyk w otoczeniu spółki nie jest wystarczająco atrakcyjny dla nas.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	23 632	29 803	32 252	30 995	31 832
EBITDA skor.	6 623	10 327	8 375	5 500	6 092
marża EBITDA	28,0%	34,7%	26,0%	17,7%	19,1%
EBIT	3 161	4 710	6 092	3 046	3 460
zysk netto	1 800	6 156	5 811	2 882	3 247
P/E	13,0	3,8	4,0	8,1	7,2
P/S	1,0	0,8	0,7	0,8	0,7
FCFYield	6,5%	-3,1%	3,5%	4,4%	4,4%
EV/EBITDA	4,3	2,7	3,1	4,6	4,1
DPS	0,00	1,50	3,00	3,78	4,32
DYield	0,0%	1,3%	2,6%	3,2%	3,7%

cena bieżąca	117,00 PLN
cena docelowa	102,75 PLN
kapitalizacja	23,4 mld PLN
free float	15,9 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	117 mln PLN

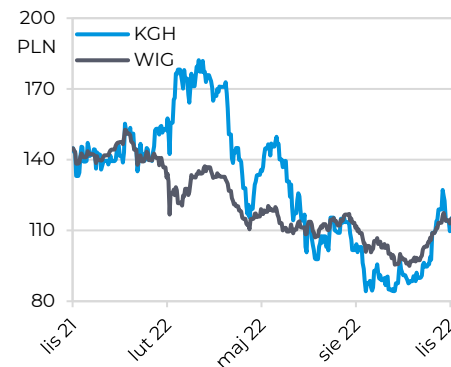
### Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	6,80%
OFE Aviva	5,25%
pozostali akcjonariusze	56,16%

### Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji KGHM jest 7 na świecie największym producentem miedzi, 2 srebra. Grupa KGHM znajduje się w czwartym kwartylu producentów miedzi pod względem kosztu wydobycia miedzi. Spółka prowadzi działalność związaną z wydobyciem, przetapianiem miedzi w Polsce (kopalnie Lubin, Rudna, Polkowice-Sieroszowice) oraz posiada kopalnie miedzi w Chile (Sierra Gorda), USA (Robinson i Carlota) i Kanadzie (zagłębie Sudbury).

### Kurs akcji KGH na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	102,75	-	redukcja	-
Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
KGHM	117,00	102,75	-12,2%	

### Analitik:

dr Paweł Wieprzowski  
+48 789 443 768  
[pawel.wieprzowski@mbank.pl](mailto:pawel.wieprzowski@mbank.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV:** wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

mBank 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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 listopada 2022 o godzinie 08:01. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 listopada 2022 o godzinie 8:30.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

mBank S.A., 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**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.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**

**KGHM**

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	akumuluj
data wydania	2022-07-08	2022-04-07	2022-01-17
cena docelowa (PLN)	-	177,22	166,91
kurs z dnia rekomendacji	111,80	170,45	151,05

**mBank S.A.**

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski  
+48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Mateusz Krupa, CFA  
+48 571 608 973  
[mateusz.krupa@mbank.pl](mailto:mateusz.krupa@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk, CFA  
+48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA  
+48 510 929 021  
[beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl](mailto:beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl)  
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta  
+48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

dr Paweł Wieprzowski  
+48 789 443 768  
[pawel.wieprzowski@mbank.pl](mailto:pawel.wieprzowski@mbank.pl)  
przemysł, górnictwo

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 698 832 853  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Andrzej Kowalczyk  
+48 601 053 470  
[andrzej.kowalczyk@mbank.pl](mailto:andrzej.kowalczyk@mbank.pl)

Karol Kułaj  
+48 509 602 984  
[karol.kulaj@mbank.pl](mailto:karol.kulaj@mbank.pl)

Paweł Cyłkowski  
+48 503 684 130  
[pawel.cylkowski@mbank.pl](mailto:pawel.cylkowski@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 605 848 003  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 512 756 702  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 696 427 249  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)