

piątek, 1 października 2021 | aktualizacja raportu

KGHM: trzymaj (obniżona)

KGH PW; KGH.WA | Metale, Polska

Ciemne chmury nad cenami metali...

Spadek aktywności gospodarczej w Chinach (najnowszy odczyt PMI dla przemysłu 49,6) negatywnie przekłada się na import netto miedzi (w VI'21 -16% r/r i VII'21 -21% r/r). W kolejnych trzech miesiącach baza porównawcza importu wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, a kolejne spadki r/r nie będą poprawiać sentymentu do metalu (Chiny to ponad 50% światowej konsumpcji miedzi). Dodatkowo Cochilco (Chile) zakłada, że podaż miedzi w 2022 roku będzie rosła szybciej niż popyt, co przełoży się na nadpodaż surowca wobec lekkiego deficytu w 2021 roku. Niestety również nasze oczekiwania odnośnie problemów po stronie produkcji w efekcie negocjacji płacowych w Chile nie materializują się, a transmisja wariantu Delta COVID-19 wydaje się być słabsza niż wcześniej zakładano (spada prawdopodobieństwo zakłóceń po stronie podaży). W obliczu realnego „taperingu” w USA w 2022 roku widzimy ryzyko dla kształtowania się cen miedzi i metali szlachetnych, dlatego obniżamy nasze prognozy dla miedzi (do 8500 USD/t z 10 000 USD/t) i srebra (do 20 USD/oz z 24 USD/oz). Wyzwaniem na 2022 rok są również rosnące koszty energii elektrycznej (+335 mln PLN) oraz płac (+270 mln PLN). W obliczu słabszych oczekiwanych r/r wyników w 2022 roku zakładamy, że dywidenda z zysku za 2021 rok wyniesie jedynie 5 PLN/akcja (wcześniej 10 PLN/akcja). Obniżamy naszą cenę docelową do 158,27 PLN (wcześniej 245,39 PLN/akcja) oraz rekomendację do trzymaj (wcześniej kupuj).

Spadek aktywności gospodarczej w Chinach

Od kwietnia 2021 roku koniunktura w Chinach wyraźnie się osłabia, co pokazują wskaźniki PMI dla przemysłu (PMI 'IX 49,6p. najniższy odczyt od lutego 2020 roku). Po planowanych na luty'22 Igrzyskach Olimpijskich wydatki na infrastrukturę mogą jeszcze wyraźniej spowolnić, co przekładałoby się na dalsze wyhamowanie importu miedzi. Do końca roku prawdopodobnie koniunktura w Chinach znajdować się będzie pod presją ze względu na działania w obszarze ograniczenia śladu węglowego (stal, aluminium, miedź), czy restrykcji związanych z COVID-19.

Nadpodaż miedzi w 2022 roku?

Cochilco we wrześniu przedstawiło, że oczekuje w 2022 roku wzrostu popytu na miedź o 3% r/r (+2,4% r/r w 2021 roku), a podaży o 4,5% r/r (+1,2% w 2021 roku). W efekcie agencja oczekuje, że rynek miedzi w 2022 roku będzie w nadpodaży. Realnie deficyt miedzi pojawia się od 2023 roku, co skłania nas do utrzymania długoterminowych projekcji cen na poziomie 10 000 USD/t.

Evergrande ryzykiem dla metali

Widmo niewypłacalności chińskiego potentata branży nieruchomości, jest dużym zagrożeniem dla popytu na metale surowcowe. Chiński sektor budowlany odpowiada kolejno za 12% popytu globalnego na miedź, 20% globalnego popytu na stal, oraz 9% globalnego popytu na aluminium.

Rosnące koszty energii i płac

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że cena energii elektrycznej w taryfie A wzrośnie w 2022 roku do 443 PLN/mwh (+35% r/r) i będzie to najdynamiczniejsza podwyżka cen odkąd prowadzimy statystyki. W przypadku KGHM zakładamy, że to przełoży się na 335 mln PLN wzrost kosztów energii. Dodatkowo zakładamy ok. 5% r/r wzrost średnich płac w 2022 roku, co przekłada się na wyższe koszty pracownicze w kwocie 270 mln PLN.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	22 723	23 632	32 101	27 914	29 330
EBITDA skor.	5 229	6 623	10 091	6 506	7 202
marża EBITDA	23,0%	28,0%	31,4%	23,3%	24,6%
EBIT skor.	3 216	4 561	7 700	4 120	4 906
zysk netto skor.	1 817	2 126	5 159	2 749	3 329
P/E skor.	17,4	14,8	6,1	11,5	9,5
P/FCFE	3,8	3,3	3,1	4,0	3,9
FCFF/EV	21,8%	25,6%	32,4%	25,3%	27,8%
EV/EBITDA skor.	7,4	5,5	3,2	4,8	4,1
DPS	0,00	0,00	1,50	5,00	8,25
DYield	0,0%	0,0%	1,0%	3,2%	5,2%

cena bieżąca	157,65 PLN
cena docelowa	158,27 PLN
kapitalizacja	31,5 mld PLN
free float	17,7 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	164,2 mln PLN

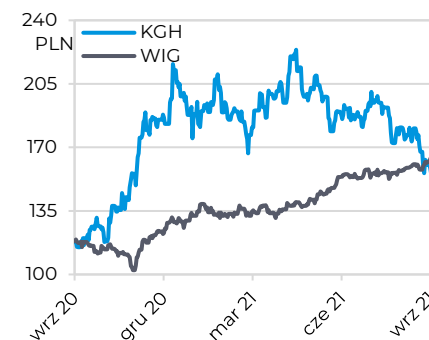
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	31,79%
OFE NN	6,77%
OFE Aviva	5,25%
pozostali akcjonariusze	56,19%

Profil spółki

Pod względem wielkości produkcji KGHM jest 8 na świecie największym producentem miedzi, 2 srebra. Grupa KGHM znajduje się w trzecim kwartyle producentów miedzi pod względem kosztu wydobycia miedzi. Spółka prowadzi działalność związaną z wydobywaniem, przetapianiem miedzi w Polsce (kopalnie Lubin, Rudna, Polkowice-Sieroszowice) oraz posiada kopalnie miedzi w Chile (Sierra Gorda), USA (Robinson i Carlota) i Kanadzie (Ajax, zagłębie Sudbury i Victoria).

Kurs akcji KGH na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
KGHM	158,27	245,39	trzymaj	kupuj

Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
KGHM	157,65	158,27	+0,4%

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
EBITDA (skor.)	-6,7%	-36,3%	-26,9%
zysk netto (skor.)	-17,9%	-52,4%	-39,9%
miedź (USD/t)	-2,1%	-15,0%	-10,0%
srebro (USD/oz)	-1,9%	-16,7%	-12,5%
molibden (USD/t)	+34,6%	+8,3%	0,0%
prod. miedź (tys. ton)	+0,3%	-0,2%	-0,2%

Analitycy:

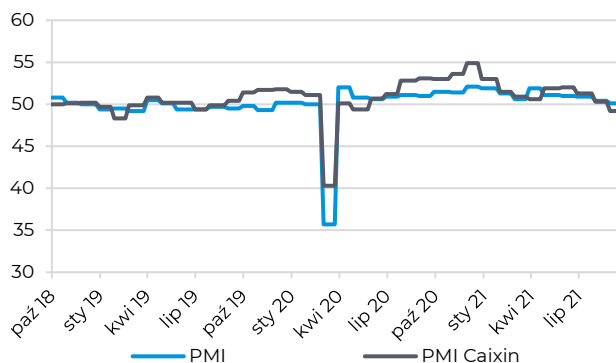
Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Antoni Kania
+48 575 931 858
antoni.kania@mbank.pl

Otoczenie na rynku miedzi

Od kwietnia 2021 roku **koniunktura w Chinach wyraźnie się osłabia**, co pokazują wskaźniki PMI dla przemysłu. Te po wyraźnym ożywieniu po pandemii COVID-19 stanowczo zaczęły spadać od kwietnia/maja 2021 roku i obecnie PMI znajduje się poniżej 50 pkt. Za powód osłabienia koniunktury podaje się powodzie jakie miały miejsce w bieżącym roku w okresie wakacyjnym w Chinach, obostrzenia środowiskowe związane z redukcją śladu węglowego (co dotyka najbardziej trujące sektory jak produkcję stali, aluminium, ale również miedzi – 15 największych hut w Chinach w 2021 roku zobowiązało się do ograniczenia przerobu 1,26 mln ton koncentratu miedzi, co daje około 300 tys. ton metalu), czy restrykcje związane z rozprzestrzenieniem wariantu Delta COVID-19. Warto również zwrócić uwagę, że obecnie popyt na metale w Chinach stymulowany jest przez **przygotowania do Igrzysk Olimpijskich**, które mają się odbyć w lutym 2022 roku. Zwykle po takim wydarzeniu następuje **spowolnienie wydatków na infrastrukturę**, co w przypadku Chin implikowałoby większe problemy z koniunkturą w 2/3 kwartale 2022 roku. **Chiny odpowiadają za około 50% światowego zapotrzebowania na miedź**, więc spadek popytu negatywnie przekładałby się na nastroje na rynku miedzi i jej ceny.

Wskaźniki PMI dla przemysłu w Chinach (pkt.)



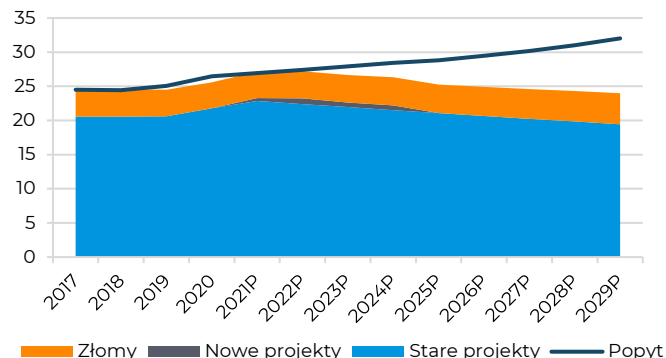
Źródło: Bloomberg, mBank

Słabsza koniunktura w Chinach przekłada się negatywnie na tempo importu miedzi. **W czerwcu import netto miedzi (uwzględniając katody i koncentraty) do Chin spadł o 16% r/r, a w lipcu o 22% r/r.** Baza porównawcza utrzymuje się na wysokim poziomie do października 2020 roku, co implikować będzie, że dane za kolejne trzy miesiące również będą rozczarowujące dla rynku.

Cochilco – organizacja zrzeszająca producentów miedzi w Chile – w we wrześniu przedstawiło, że oczekuje w 2022 roku wzrostu popytu na miedź o 3% r/r (+2,4% r/r w 2021 roku), a podaży o 4,5% r/r (+1,2% w 2021 roku). W efekcie agencja oczekuje, że **rynek miedzi w 2022 roku będzie w nadpodaży, po nieznacznym deficycie w 2021 roku.**

Oczekiwania Chochilco pokrywają się z naszymi projekcjami, które zakładają dalszy **wzrost zapotrzebowania na miedź od 2023 roku przy ograniczonej ilości nowych projektów górniczych.** Naszym zdaniem w długim terminie szanse na strukturalny deficyt miedzi są nadal aktualnie, ale w perspektywie roku na rynku światowym nie będzie problemów z dostępnością metalu. W długim terminie podtrzymujemy nasze prognozy cen miedzi na poziomie 10 000 USD/t, ale **w 2022 roku obniżamy do 8 500 USD/t** (wcześniej 10 000 USD/t).

Bilans produkcji miedzi na świecie (mln ton)

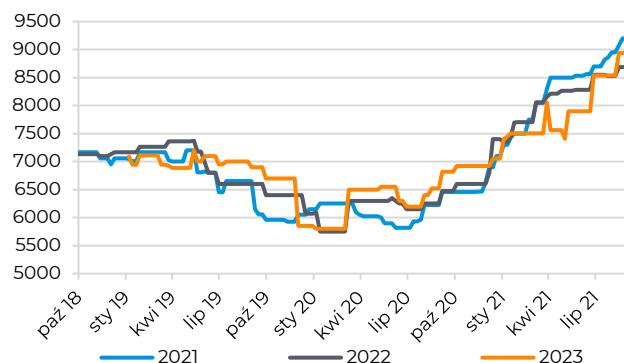


Źródło: mBank

Aktualnie **konsensus prognoz dla miedzi na zakłada średni poziom cen na lata 2021-2023 powyżej 9000 USD/t** i od lipca 2020 roku znajduje się w trendzie wzrostowym. Naszym zdaniem przy dalszym spadku aktywności gospodarczej w Chinach, oczekiwanej nadpodaży miedzi w 2022 roku konsensus mógłby się zacząć obniżać.

Warto zwrócić uwagę, że nasze oczekiwania związane z problemami po stronie produkcji w 2H'21 w związku z renegocjacją umów płacowych w Chile i rozprzestrzenieniem się wariantu Delta COVID-19 jak na razie nie materializują się. W 2021 roku w Chile łącznie planowanych jest 40 negocjacji płacowych ze związkami zawodowymi, w kopalniach które odpowiadają za 5,7 mln ton wydobycia, czyli około ~60% chilijskiej produkcji oraz ~17% światowego wydobycia. Według naszych szacunków obecnie już około połowa negocjacji została przeprowadzona z sukcesem. Poza wyjątkiem kopalni Caserones (~130 tys. ton produkcji miedzi rocznie), która zatrzymała produkcję na ~3 tygodnie **obecnie nie odnotowywane są większe problemy po stronie produkcji wynikające z potrzeby odnowień umów pracowniczych.** Również w ostatnich dniach pojawia się coraz więcej opinii naukowców, że **wariant Delta COVID-19 jest mniej zaraźliwy niż wcześniej zakładano**, co również implikuje, że ryzyko spadku podaży w kolejnych miesiącach również spada.

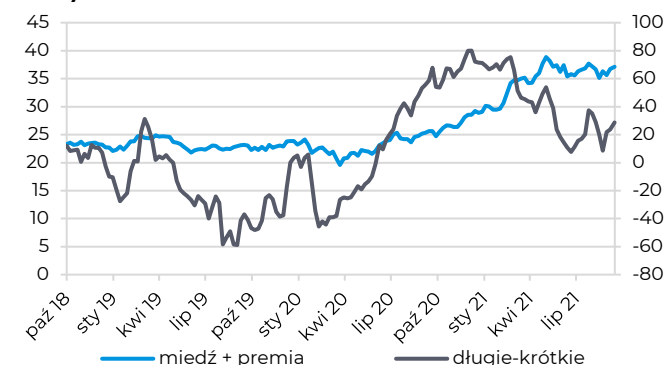
Konsensus prognoz miedzi na lata 2021-2023 (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Aktualnie liczba otwartych spekulacyjnych pozycji netto na miedzi wynosi ~30 tys. sztuk, co stanowi blisko neutralny poziom. Tym niemniej, **brak problemów po stronie produkcji przy słabnącym popycie z Chin może przekładać się zwiększenie pozycji krótkich i spadki cen miedzi na rynku.**

Cena miedzi powiększona o premię producencką (LP; tys. PLN/t) oraz liczba otwartych pozycji netto na miedzi (tys. sztuk)

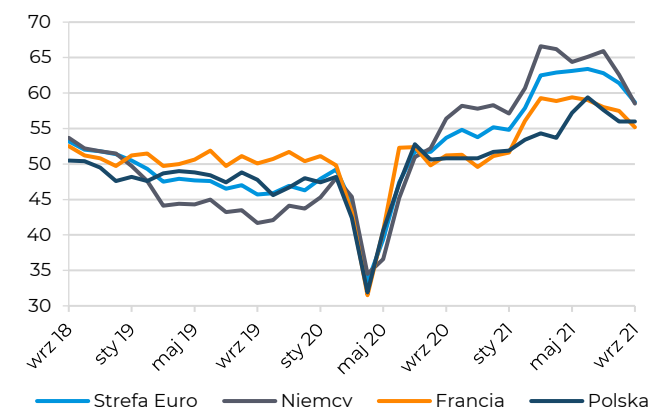


Źródło: Bloomberg, mBank

Momentum wyhamowuje w Europie

W Europie po okresie euforii po pandemii COVID-19 wskaźniki PMI wzrosły do bardzo wysokich poziomów (ponad 60 pkt). Ostatnie odczyty jednak pokazują, że szczyt sentymentu mamy już za sobą. Warto zwrócić również uwagę na fakt, że PMI są cykliczne i nie pozostają długo na ponadnormalnych poziomach blisko 60 punktów. Naszym zdaniem **w kolejnych okresach można oczekiwać spadków PMI w kierunku 50 punktów, co może studiować sentyment do metali.**

Wskaźniki PMI w Europie



Źródło: mBank

Evergrande – ryzyko dla metali

W państwie środka gigant sektora nieruchomości zmaga się z kryzysem zadłużenia. Jego dług przekraczający 300 mld USD jest porównywalny do zadłużenia Polski, a perspektywy spłaty są wątpliwe (prawdopodobna konieczna restrukturyzacja i sprzedaż części aktywów). Mimo, że spółka poinformowała o porozumieniu w sprawie zapłaty kuponu od obligacji denominowanych w juanach o kwocie 230 mln juanów (39 mln USD) płatnych do 23.09, zostają jeszcze te rozliczane w dolarze amerykańskim również płatne do 23 września. Kwota do zapłaty od tych obligacji wynosi 83,5 mln USD. Jeśli Evergrande nie zapłaci w terminie 30 dni od tej daty, będzie można mówić o niewypłacalności firmy. Akcje Evergrande notowane na giełdzie w Hongkongu od kwietnia straciły 84% swojej wartości. W tej sytuacji wyczekuje się odpowiedzi rządu Chin w kwestii pomocy finansowej dla spółki. Widmo niewypłacalności chińskiego potentata branży nieruchomości, jest dużym zagrożeniem dla popytu na metale. **Udział chińskiego sektora nieruchomości w globalnym popycie na**

metale kolejno stanowi: 12% zapotrzebowania na miedź, 20% na stal, 9% na aluminium, 5% na cynk, oraz 8% na nikiel. W tej sytuacji kłopoty drugiego największego dewelopera w kraju mogą istotnie zmniejszyć zapotrzebowanie na surowce.

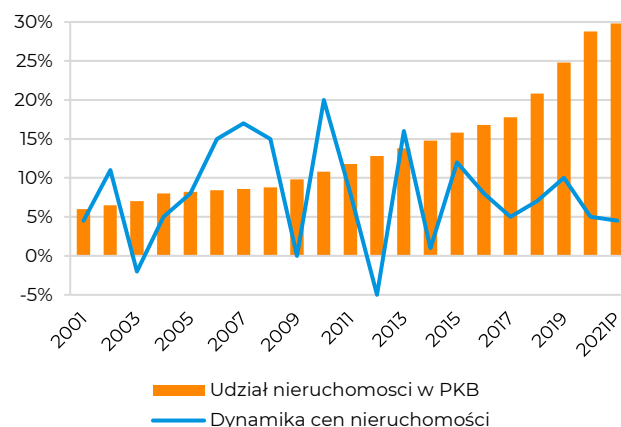
Chiński rynek nieruchomości

Rynek nieruchomości w Chinach od kilku lat przejawia symptomy przegrzania. Wzmożone nakłady inwestycyjne na budownictwo w Chinach spowodowały silny wzrost cen gruntów, a w konsekwencji także **mieszkań i domów. W ciągu ostatnich dwóch dekad ceny średnio rosły o 8% rocznie.** Prowadziło to do ryzykownych inwestycji dokonywanych przez deweloperów i spekulacyjnego zachowania inwestorów indywidualnych. Władze CHRL obserwując ten rynek, w sierpniu 2020 roku zdecydowały się wprowadzić program trzech czerwonych linii regulujący możliwości zadłużania się przez deweloperów. Celem regulacji była kontrola inflacji cen na rynku nieruchomości, stabilizacja rynku, sytuacji finansowej deweloperów, oraz zmniejszenie kredytu idącego do branży budowlanej i przetrzymanie go na bardziej efektywne sektory gospodarki. Trzy ograniczenia, które determinują możliwość zaciągnięcia nowego długu to:

- Stosunek zobowiązań do aktywów mniejszy niż 70%.
- Stosunek długu netto do kapitału własnego mniejszy niż 100%.
- Stosunek gotówki do długu krótkoterminowego powinien być wyższy niż 100%.

Jeśli deweloper spełnia wszystkie te warunki może zwiększyć swoje roczne zadłużenie o 15%, natomiast za niespełnienie każdego z wymogów możliwość zadłużenia zmniejsza się o 5% w skali roku. W przypadku przekroczenia wszystkich trzech linii firma nie może się dalej zadłużać, tym samym traci możliwość rolowania długu. W styczniu 2021 roku według agencji S&P tylko 6,3% chińskich deweloperów spełniało wszystkie 3 wymogi. W parze z zacieśnianiem możliwości kredytowania idzie słabsze otoczenie rynkowe. Problemem jest fakt, że w Chinach znajduje się ponad 30 milionów gotowych mieszkań, które mogą być swobodnie zamieszkane przez ponad 90 milionów osób. Do tego warto dodać znaczną ilość nieukończonych budynków, które często muszą zostać wyburzone, gdyż nie ma chętnych na kontynuację porzuconych inwestycji z/w na rynek czy wady konstrukcyjne (ostatni spektakularny taki przypadek miał miejsce w mieście Kunming). Długoterminowe perspektywy też nie są najlepsze, kurcząca i starzejąca się populacja Chin na pewno nie będzie kołem zamachowym dla popytu na mieszkania. Współczynnik dzietności od 1995 roku utrzymuje się poniżej 1,7 dziecka na kobietę.

Rynek nieruchomości w Chinach



Źródło: mBank

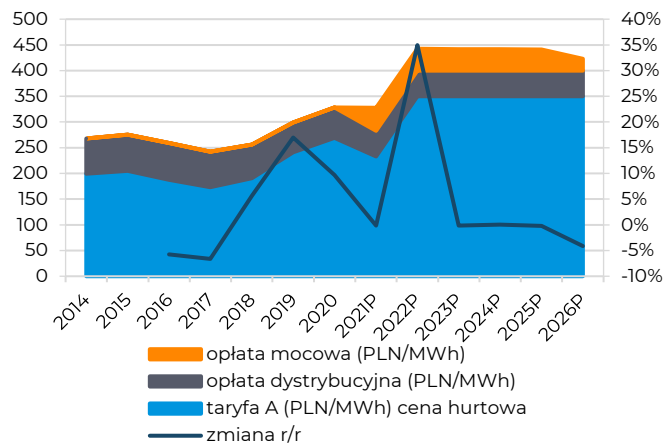
Branża nieruchomościowa w Chinach odpowiada za 29% rocznego PKB, a powyższe przesłanki dobitnie wskazują na spowolnienie rozwoju tego sektora, co może się odbić na niższej dynamice PKB, oraz niższym zapotrzebowaniem na metale surowcowe w tym miedź, której aż 12% globalnej konsumpcji jest wykorzystywane przez chińskich deweloperów.

Wzrost kosztów energii elektrycznej

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że **cena energii elektrycznej w taryfie A wzrośnie w 2022 roku do 443 PLN/mwh (+35% r/r)** i będzie to najdynamiczniejsza podwyżka cen odkąd prowadzimy statystyki.

Obecnie Komisja Europejska zapowiada rozwiązania, aby przedsiębiorcy energochłonni w tym przede wszystkim hutnictwo mogło być od 2022 roku zwolnione z opłaty mocy. W efekcie częściowo zrekomensowałoby to wzrosty kosztów energii dla KGHM. W naszych prognozach zakładamy, że przy redukcji opłaty mocy dla KGHM o 50% **cena energii elektrycznej w 2022 roku wzrośnie o 28%, co implikuje wzrost kosztów energetycznych o 335 mln PLN.**

Scenariusz wzrostu cen energii elektrycznej w taryfie A



Źródło: mBank

Dodatkowo zakładamy ok. 5% r/r wzrost średnich płac w 2022 roku, co przekłada się na **wyższe koszty pracownicze w kwocie 270 mln PLN.**

Ryzyko wzrostu inwestycji po aktualizacji strategii

Na jesień 2021 roku KGHM planuje zrewidować strategię, w której prawdopodobnie **rozszerzy zakres prac nad dywersyfikacją źródeł energii elektrycznej** w Polsce. Obok dotychczas planowanych farm wiatrowych prawdopodobnie Spółka będzie chciała rozwijać energię wiatrową na morzu i lądzie, a także rozważy inwestycje w małe reaktory jądrowe (SMR). W przypadku SMR KGHM chciałaby wybudować elektrownie z 1 do 12 modułów o mocy 77 MW. Jak poinformował prezes KGHM, rozmowy dotyczą budowy czterech reaktorów, z opcją do 12. Obecnie koszt SMR szacowany jest na **4-5 mln USD za 1MW**, ale jest szansa, że wraz z rozwojem technologii i uruchomieniu masowej produkcji, koszt spadnie do 2,5 mln USD/MW. **Jeden reaktor z 12 modułami oznaczałby dla KGHM koszt 2,3-4,6 mld USD.**

Dodatkowo obok inwestycji w źródła energii naszym zdaniem w nowej strategii KGHM postawi na **rozwój nowo pozyskanych koncesji w Polsce Bytom Odrzański i Kulów-Luboszyce**. Przez kolejne kilkanaście miesięcy koncesje będą weryfikowane pod względem ilości zasobów, po czym KGHM przystąpi do budowy szybu i infrastruktury podziemnej. W przypadku koncesji Bytom Odrzański nowa kopalnia skorzysta z istniejącej infrastruktury KGHM, ale potrzebny będzie prawdopodobnie szyb wentylacyjny i być może nowy Zakład Wzbogacania Rudy. Koszt budowy nowej kopalni naszym zdaniem przekroczy niskie kilkadziesiąt mld PLN w perspektywie 10-20 lat.

Wycena

Wartość Grupy KGHM szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 174,69 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 123,07 PLN/akcja.

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	123,07
wycena DCF	50%	174,69
cena wynikowa		148,88
cena docelowa za 9 m-cy		158,27

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

Wyniki Grupy KGHM porównujemy do wskaźników spółek zajmujących się wydobywaniem miedzi i innych metali szlachetnych. Na bazie dostępnych wyników i prognoz (konsensus) w latach 2021-23 wycenę opieramy na medianie dla wybranej grupy spółek i wskaźników EV/EBITDA oraz P/E.

Dodatkowo przykładamy 25% dyskonto w wycenie KGHM, co jest efektem historycznych korelacji, mniejszego zdywersyfikowania KGHM oraz faktu, że aktywa krajowe KGHM należą do grona drogich producentów miedzi.

Wycena porównawcza

		P/E			EV/EBITDA		
	kraj	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
BOLIDEN AB	Szwecja	8,8	9,2	10,1	4,5	4,6	4,8
OZ MINERALS LTD	Australia	13,5	11,7	12,2	7,0	6,5	7,0
LUNDIN MINING CORP	Kanada	6,6	6,6	7,2	3,1	2,8	2,7
SOUTHERN COPPER CORP	Peru	12,5	14,5	15,3	7,0	8,0	8,2
FREEPORT-MCMORAN INC	USA	11,3	9,8	11,9	5,5	4,3	4,1
ANTOFAGASTA PLC	Chile	13,1	14,6	14,1	4,4	4,8	4,7
ANGLO AMERICAN PLC	W. Brytania	4,6	6,5	7,6	2,5	3,4	3,8
RIO TINTO PLC	W. Brytania	4,6	6,6	8,5	2,8	3,8	4,5
FIRST QUANTUM MINERALS LTD	Kanada	14,0	7,9	7,9	5,4	4,0	3,8
MMC NORILSK NICKEL PJSC-ADR	Rosja	6,9	6,3	7,2	5,2	5,0	5,3
BHP BILLITON LIMITED	Australia	7,9	7,1	9,6	3,9	3,6	4,4
HUDBAY MINERALS INC	Kanada	37,8	6,6	6,0	4,2	2,4	2,1
SANDFIRE RESOURCES NL	Australia	5,4	6,0	17,5	0,9	0,6	1,3
maksimum		37,8	14,6	17,5	7,0	8,0	8,2
minimum		4,6	6,0	6,0	0,9	0,6	1,3
mediana		8,8	7,1	9,6	4,4	4,0	4,4
KGHM		5,4	6,2	7,3	3,5	3,6	3,9
premia (dyskonto)		-38,4%	-13,1%	-24,0%	-19,3%	-10,1%	-11,4%

Implikowana wycena

mediana	8,8	7,1	9,6	4,4	4,0	4,4
premia (dyskonto)	25%	25%	25%	25%	25%	25%
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)	123,07					

Źródło: mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec września 2021 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2020 roku. Do długu netto dodajemy wartość wypłaconej w 2021 roku dywidendy.

Model DCF

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	+
przychody ze sprzedaży	32 101,4	27 913,9	29 329,8	32 032,1	31 771,4	29 956,2	29 897,3	29 851,2	29 694,8	29 550,7	29 560,4
zmiana	35,8%	-13,0%	5,1%	9,2%	-0,8%	-5,7%	-0,2%	-0,2%	-0,5%	-0,5%	0,0%
EBITDA	10 090,9	6 506,5	7 202,1	8 534,8	8 159,9	7 295,2	7 098,9	6 901,8	6 649,5	6 275,9	6 232,2
marża EBITDA	31,4%	23,3%	24,6%	26,6%	25,7%	24,4%	23,7%	23,1%	22,4%	21,2%	21,1%
amortyzacja	2 391,3	2 386,7	2 295,8	2 240,4	2 230,4	2 291,7	2 339,0	2 280,6	2 269,0	2 263,2	2 257,5
EBIT	7 699,6	4 119,8	4 906,3	6 294,3	5 929,5	5 003,4	4 759,9	4 621,3	4 380,5	4 012,7	3 974,7
marża EBIT	24,0%	14,8%	16,7%	19,7%	18,7%	16,7%	15,9%	15,5%	14,8%	13,6%	13,4%
opodatkowane EBIT	1 962,7	1 226,7	1 433,7	1 819,1	1 747,1	1 568,6	1 520,0	1 491,5	1 439,7	1 364,1	1 356,9
NOPLAT	5 736,9	2 893,1	3 472,5	4 475,2	4 182,4	3 434,8	3 239,8	3 129,7	2 940,8	2 648,6	2 617,8
CAPEX	-2 806,0	-3 049,0	-2 332,8	-2 257,5	-2 257,5	-2 257,5	-2 257,5	-2 257,5	-2 257,5	-2 257,5	-2 257,5
kapitał obrotowy	12,3	-391,4	132,3	252,6	-24,4	-169,6	-5,5	-4,3	-14,6	-13,5	0,9
FCF	5 334,4	1 839,4	3 567,9	4 710,7	4 130,9	3 299,4	3 315,9	3 148,5	2 937,7	2 640,8	2 618,7
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
PV FCF	5 227,6	1 661,1	2 969,6	3 613,6	2 920,6	2 149,9	1 991,4	1 742,7	1 498,7	1 241,7	1 134,8
WACC	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
koszt długu	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
premia za ryzyko	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
efektywna stopa podatkowa	26,0%	30,9%	30,1%	29,6%	30,2%	32,3%	32,9%	33,3%	34,0%	35,3%	35,4%
dług netto / EV	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
wartość rezydualna (TV)	30 808,3
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	14 485,8
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	25 016,9
wartość firmy (EV)	39 502,7
dług netto	5 113,0
inne aktywa nieoperacyjne (Tauron)	637,4
udziałowcy mniejszościowi	89,0
wartość firmy	34 938,1
liczba akcji (mln)	200,0
wartość firmy na akcję	174,7
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
cena docelowa (PLN)	185,7

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	5,7
P/E ('22) dla ceny docelowej	13,5
udział TV w EV	36,7%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	156,5	161,5	167,5	175,0	184,4
WACC +0,5 p.p.	163,5	169,2	176,1	184,8	196,0
WACC	171,0	177,6	185,7	196,0	209,4
WACC -0,5 p.p.	179,4	187,0	196,4	208,6	224,9
WACC -1,0 p.p.	188,5	197,4	208,6	223,2	243,1

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	22 723	23 632	32 101	27 914	29 330
Polska Miedź	17 683	19 326	26 172	22 464	23 739
International	3 084	2 703	3 077	3 136	3 173
Sierra Gorda	2 002	2 599	3 855	3 316	3 421
pozostałe segmenty	7 453	7 881	7 874	7 874	7 874
eliminacje	-7 494	-8 877	-8 877	-8 877	-8 877
koszty	18 767	18 981	22 891	22 274	22 880
amortyzacja	2 013	2 062	2 391	2 387	2 296
wynagrodzenia	5 594	5 884	6 146	6 418	6 585
energia	908	1 137	1 180	1 515	1 510
wsady obce	3 778	3 974	7 039	6 238	6 637
inne	3 228	2 952	3 077	3 082	3 048
usługi obce	2 655	2 226	2 119	2 143	2 130
podatki	2 041	2 169	4 069	3 133	3 404
odpisy	198	258	0	0	0
pozostałe	-178	-42	-1 619	-1 122	-1 186
k. sprzedaży	432	432	432	419	421
k. zarządu	1 069	1 058	1 079	1 101	1 123
EBIT	2 641	2 537	7 700	4 120	4 906
dz. fin.	-528	-28	-147	-147	-147
zysk brutto	2 122	2 756	9 223	3 973	4 760
podatek doch.	701	959	2 397	1 227	1 434
zysk netto	1 421	1 800	6 829	2 749	3 329
skor. EBITDA	5 229	6 623	10 091	6 506	7 202
skor. ZN	1 817	2 126	5 159	2 749	3 329

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa trwałe	31 669	34 047	36 258	36 920	36 957
rzeczowe	21 464	22 600	24 811	25 473	25 510
niematerialne	2 984	2 998	2 998	2 998	2 998
goodwill	0	0	0	0	0
aktywa obrot.	7 740	8 733	16 200	15 731	17 899
zapasy	4 741	4 459	6 949	6 042	6 349
należności	688	834	1 300	1 130	1 187
gotówka	1 016	2 522	6 853	7 548	9 323
kapitały wł.	20 110	20 992	27 521	29 271	30 950
mniejszości	92	89	89	89	89
zob. długo.	10 769	10 495	10 495	10 495	10 495
kredyty	7 525	6 928	6 928	6 928	6 928
zob. krótko.	4 264	5 313	7 071	6 202	6 496
kredyty	348	407	407	407	407
zob. handlowe	3 916	4 906	6 664	5 795	6 089
dług netto	6 857	4 813	482	-213	-1 988
DN/EBITDA	1,50	1,07	0,05	-0,03	-0,28

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF oper.	5 048	5 656	7 583	4 891	5 904
kapitał obrot.	1 227	1 172	12	-391	132
CF inw.	-3 643	-3 661	-2 806	-3 049	-2 333
CAPEX	-3 336	-3 675	-2 806	-3 049	-2 333
CF fin.	-1 346	-489	-447	-1 147	-1 796
dywidenda	0	0	-300	-1 000	-1 650
CF	59	1 506	4 331	696	1 775
CFO/EBITDA	96,5%	85,4%	75,2%	75,2%	82,0%
FCFF	8 384	9 331	10 389	7 940	8 236
FCFF/EV	21,8%	25,6%	32,4%	25,3%	27,8%
FCFE	8 232	9 459	10 243	7 794	8 090
FCFE/MCAP	26,1%	30,0%	32,5%	24,7%	25,7%
ROIC	8,2%	11,0%	20,6%	9,9%	11,8%
ROCE	13,1%	16,0%	24,0%	11,5%	13,0%
DPS	0,00	0,00	1,50	5,00	8,25
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	16,7%	14,6%	60,0%
DYield	0,0%	0,0%	1,0%	3,2%	5,2%

Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	22,2	17,5	4,6	11,5	9,5
P/E skor.	17,4	14,8	6,1	11,5	9,5
EV/EBITDA	8,4	8,1	3,2	4,8	4,1
EV/EBITDA skor	7,4	5,5	3,2	4,8	4,1
P/S	1,4	1,3	1,0	1,1	1,1
P/BV	1,6	1,5	1,1	1,1	1,0
P/CF	6,2	5,6	4,2	6,4	5,3
P/FCFE	3,8	3,3	3,1	4,0	3,9
marża EBITDA	23,0%	28,0%	31,4%	23,3%	24,6%
zm. EBITDA r/r	5,2%	26,7%	52,4%	-35,5%	10,7%
marża netto	8,0%	9,0%	16,1%	9,8%	11,3%
zm. EPS r/r	9,1%	17,0%	142,7%	-46,7%	21,1%
cena (PLN)	157,65	157,65	157,65	157,65	157,65
l. akcji (mln)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
MCap	31 530	31 530	31 530	31 530	31 530
EV	38 479	36 432	32 101	31 406	29 631



Wolumeny produkcji (miedź)

(tys. ton)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Polska	565,6	560,4	577,3	575,1	575,5
w. własne	418,3	413,4	385,5	382,3	381,7
w. obce	147,3	146,8	191,8	192,8	193,8
ruda (mln t)	29,9	29,7	29,5	29,5	29,4
udział miedzi	1,33%	1,32%	1,32%	1,31%	1,31%
International	76,5	66,9	75,0	75,4	72,6
Sierra Gorda	59,5	81,8	94,8	96,1	94,8
Razem	701,6	709,1	747,1	746,7	742,9

Wolumeny produkcji (srebro)

(tony)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Polska	1400,2	1322,9	1270,9	1202,7	1204,0
International	2,4	1,8	2,0	2,0	1,9
Sierra Gorda	14,6	27,6	28,8	28,8	28,8
Suma	1417,2	1352,3	1301,7	1233,5	1234,7

Wolumeny produkcji (złoto)

(tys. troz)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Polska	103,7	88,6	76,7	77,1	77,5
International	85,2	68,5	50,6	49,7	46,7
Sierra Gorda	31,2	31,4	28,6	28,9	28,9
Suma	220,1	188,5	155,9	155,7	153,1

Wolumeny produkcji (molibden)

(mln lb.)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sierra Gorda	11,2	9,4	7,2	6,5	6,1

Wolumeny sprzedaży

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Polska					
Miedź (tys. t)	557,0	561,0	577,3	575,1	575,5
Srebro (ton)	1392,8	1369,0	1270,9	1202,7	1204,0
Złoto (oz)	101,4	100,1	76,7	77,1	77,5
Ołów (tys. ton)	30,1	29,0	29,5	29,2	29,2
International					
Miedź (tys. ton)	74,1	71,9	63,7	75,4	72,6
Złoto (oz)	77,7	71,3	45,5	49,7	46,7
Nikiel (oz)	0,7	0,4	0,4	0,5	0,4
Sierra Gorda					
Miedź (tys. ton)	61,2	81,2	94,8	96,1	94,8
Molibden (mln lb)	11,7	9,3	7,2	6,5	6,1

Źródło: mBank

Ceny metali

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
miedź (USD/t)	6 024	6 802	9 300	8 500	9 000
miedź (PLN/t)	23 129	26 869	34 689	30 600	32 400
srebro (USD/oz)	16,2	21,2	25,5	20,0	21,0
srebro (PLN/oz)	62,2	83,6	95,1	72,0	75,6
złoto (USD/oz)	1 396	1 756	1 750	1 500	1 600
złoto (PLN/oz)	5 358	6 937	6 528	5 400	5 760
molibden (USD/t)	26 140	27 138	35 000	26 000	24 000
molibden (PLN/t)	100 364	107 196	130 550	93 600	86 400
ołów (USD/t)	1 999	1 879	2 200	2 100	2 100
ołów (PLN/t)	7 675	7 420	8 206	7 560	7 560
nikiel (USD/t)	13 940	14 179	18 000	15 000	14 000
nikiel (PLN/t)	53 522	56 006	67 140	54 000	50 400
premia (USD/t)	65	66	70	60	60
premia (PLN/t)	249	263	261	216	216
USD/PLN	3,84	3,95	3,73	3,60	3,60

Zatrudnienie

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
pracownicy	34 328	34 116	33 847	33 661	33 533
Polska	18 444	18 440	18 099	17 952	17 885
International	1 944	2 006	1 955	1 873	1 767
Sierra Gorda	794	789	847	825	806
pozostałe	13 146	12 881	12 945	13 010	13 075
płace (mieś)	13,6	14,4	15,1	15,9	16,4

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, Pozbud, 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_rynek/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, Pozbud, 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 świadczyć, 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 1 października 2021 o godzinie 08:50. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 października 2021 o godzinie 08:50.

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: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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; łatwa; jednakże, 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.

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	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	redukuj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-03-24	2020-12-08	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	245.39	222.05	230.25	152.27	103.84
kurs z dnia rekomendacji	208.80	199.20	177.05	177.20	115.15



mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemnicka-wilim@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl