

GRUPA KOPEX S.A. - Akwizycje mogą przynieść korzyści

PROFIL GRUPY

Grupę Kapitałowa Kopex tworzy obecnie przeszło 50 podmiotów. Liczne akwizycje pozwoliły na zbudowanie grupy spółek o różnorodnej, wzajemnie się uzupełniającej ofercie. Dzięki temu ma ona możliwość realizowania kompleksowych inwestycji w górnictwie, od fazy projektowej, przez budowę kopalni „pod klucz”, po obsługę procesu wydobywczego. Zdobyte doświadczenie oraz rozmiary Grupy plasują spółkę w grupie trzech największych tego typu firm na świecie (obok Joy Machinery i DBT Bucyrus).

Sytuacja w branży – wciąż mocny popyt na węgiel

Według szacunków World Coal Institute blisko 70 państw zlokalizowanych na wszystkich kontynentach ma dostęp do złóż węgla, które zgodnie z przewidywaniami wystarczą na przeszło 130 lat. Czyni to węgiel atrakcyjnym źródłem energii, w porównaniu do gazu czy ropy, które charakteryzują się nie tylko mniejszymi rezerwami ale także skoncentrowaniem jeżeli chodzi o lokalizacje (co nie sprzyja dywersyfikacji dostaw źródeł energii i zwiększa uzależnienie poszczególnych państw, od niewielkiej liczby dostawców).

W latach 2001-2006 węgiel był tym paliwem, na które popyt rósł najszybciej spośród wszystkich źródeł energii, a najsilniejszy wpływ miały na to kraje z regionu Azja-Pacyfik.

Międzynarodowa Agencja Energii w wydanym w drugiej połowie 2008 r. opracowaniu „World Energy Outlook 2008” przewidywała, że w latach 2006-2030 popyt na energię pierwotną (zawartą w pierwotnych źródłach energii) będzie wzrastał średniorocznie o 1,6%, co daje łączny wzrost o 45%. W 2030 r. udział paliw kopalnych będzie stanowił ok. 80% wszystkich źródeł energii, przy czym popyt na węgiel będzie się odznaczał najwyższą dynamiką (m.in. kosztem ropy). Średnioroczny wzrost popytu na węgiel na świecie ma wynieść ok. 2%, podczas gdy ropy ok. 1%, a gazu ziemnego ok. 1,8%. Wzrost popytu na węgiel będzie rósł również szybciej niż na odnawialne źródła energii, jednak taka tendencja nie będzie charakterystyczna dla krajów rozwiniętych należących do OECD. Tutaj rozwój będzie się opierał przede wszystkim na odnawialnych źródłach energii. Za wzrostem światowego popytu na węgiel w 85% stać mają przemysł elektroenergetyczny w takich krajach jak Chiny i Indie, dzięki czemu udział węgla jako pierwotnego źródła energii osiągnie w 2030 r. 29% (26% obecnie). Wystarczy wspomnieć, że w ciągu najbliższych 5 lat wydobycie węgla w Indiach ma wzrosnąć blisko dwukrotnie, w Chinach wzrost ten ma być osiągnięty do 2020 r.

Wszystkie szacunki zawarte w opracowaniu MAE oparte są na założeniu, że nie zostaną wdrożone duże ogólnoświatowe projekty zmierzające do wzrostu udziału niskowęglowych źródeł energii. Nawet gdyby udało się osiągnąć porozumienie i po 2012 wypracowano jakąś nową wspólną linię (po Kioto) presja takich państw jak Chiny i Indie nakierowana będzie na to, by kraje rozwijające się zostały objęte co najmniej okresami przejściowymi dzięki, którym nie będą musiały ponosić znacznych dodatkowych kosztów. Oznacza to, iż inwestycje w wydobycie węgla wciąż będą w tych krajach traktowane priorytetowo, szczególnie, że udział węgla w produkcji energii w Chinach i Indiach to nadal ponad 70% wszystkich źródeł. Badania przeprowadzone przez inne instytucje, chociażby Komisję Europejską (*World Energy Technology Outlook -2050*), dowodzą, iż mimo rosnącego znaczenia źródeł odnawialnych oraz elektrowni atomowych, to węgiel wciąż będzie głównym paliwem energetycznym.

Interesującym z punktu widzenia Grupy Kopex jest także rynek polski gdzie ok.93% energii wytwarzanej jest z węgla. Idące w miliardy zł inwestycje w Kompani Węglowej (ok. 9 mld zł do 2015 r., Katowickim Holdingu Węglowym (do 2015 r. KHW ma wydać ok. 5 mld. zł), czy inwestycje w należących do Jastrzębskiej Spółki Węglowej kopalniach Zofiówka (łączna wartość 2,5 mld zł) i Budryk oraz planowana przez New World Resources budowa kopalni w Dębieńsku to tylko niektóre projekty w polskim górnictwie. W związku z dużymi potrzebami inwestycyjnymi część spółek węglowych zwracała się w stronę pozyskiwania funduszy poprzez emisję IPO. Póki co udało się to tylko NWR, a przekładane terminy debiutów giełdowych polskich koncernów węglowych (np. Bogdanka, Katowicki Holding Węglowy) powodują, że podmioty te muszą szukać innych, poza kapitałem własnym, źródeł gotówki, jak chociażby kredyty, emisja obligacji czy wsparcie Banku Światowego.

Długoterminowość inwestycji w sektorze energetycznym, do których również należy górnictwo sprawia, że obecny kryzys finansowy raczej nie spowoduje zarzucenia niezbędnych inwestycji, lecz co najwyżej przesunięcie terminów ich realizacji (widać to już chociażby w Indiach). Inwestycje w wykorzystanie nowych pokładów węgla trwają od kilku do nawet kilkunastu lat, w zależności od tego, czy polegają one na wykorzystaniu nowych złóż przez już istniejące kopalnie, czy też związane są z budową całkowicie nowych obiektów, dzięki czemu nie są one w silnym stopniu narażone na zmianę trendów w gospodarce.

Przejściowym zagrożeniem dla popytu na węgiel, (głównie węgiel koksowniczy będący pochodną węgla kamiennego), będą również globalne kłopoty na rynku budowlanym oraz pozostającym z nim w bardzo mocnej korelacji rynku stali. To rynek stali odpowiada za ok. 12% światowego zużycia węgla kamiennego (za *World Coal Institute*). Gdyby niekorzystny trend w budownictwie miał charakter długotrwały, z pewnością miało by to negatywny wpływ na światowy popyt na węgiel.

Wyniki finansowe

Ostatnie cztery kwartały pod znakiem wzrostu przychodów

Narastająco po czterech kwartałach, obejmujących okres od IV kw. 2007 r. do III kw. 2008 r., skonsolidowane przychody Grupy kapitałowej osiągnęły wartość 1.652.261 tys. zł, podczas gdy w okresie porównywalnym (IV kw. '06 – III kw.'07) ich wartość wynosiła 1.149.701 tys. zł (wzrost o 43,71%). Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł w analizowanym okresie 262.053 tys. zł, w porównaniu do 217.379 tys. zł w poprzednich czterech kwartałach. Szybszy, w porównaniu do przychodów, wzrost kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów spowodował obniżenie marży brutto na sprzedaży o 3 punkty procentowe do poziomu 15,86%. Na poziomie zysku operacyjnego Grupa Kopex zarobiła 117.102 tys. zł co oznacza poprawę o 7,67%. Dodatni wynik na pozostałej działalności operacyjnej przysłonił negatywny wpływ kosztów zarządu (wzrost o 70,51%) oraz szybszy wzrost kosztów wytworzenia, przez co marża EBIT spadła do 7,09% (9,46% w okresie VI kw '04 – III kw. '07). Zysk netto w analizowanym okresie wyniósł 65.547 tys. zł, podczas gdy w okresie porównywalnym 509.348 tys. zł. Tak duża różnica to przede wszystkim efekt transakcji sprzedaży akcji własnych będący efektem połączenia z ZZM w październiku 2007 r., której wynik netto wynosił 440 mln zł).

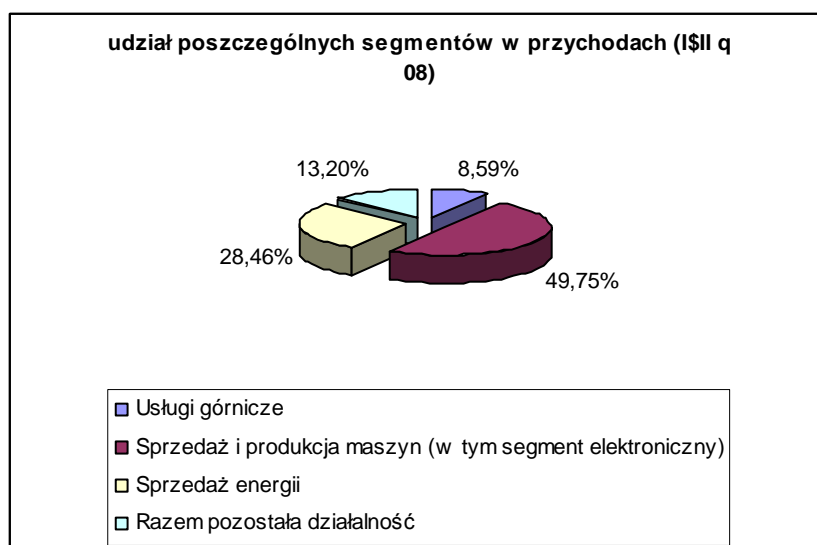
Wykres. Wybrane pozycje rachunku zysków i strat

	IVq '07 - IIIq '08	IVq '06 - IIIq '07	IIIq '08	IIIq '07
Przychody	1 652 261	1 149 701	489 550	382 648
Zysk brutto ze sprzedaży	262 053	217 379	103 886	69 721
<i>Rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>15,86%</i>	<i>18,91%</i>	<i>21,22%</i>	<i>18,22%</i>
Zysk operacyjny	117 102	108 763	34 939	38 879
<i>Rentowność EBIT</i>	<i>7,09%</i>	<i>9,46%</i>	<i>7,14%</i>	<i>10,16%</i>
Zysk netto	65 547	509348*	18 391	20 848
<i>Rentowność netto</i>	<i>3,97%</i>	<i>44,30%*</i>	<i>3,76%</i>	<i>5,45%</i>

* wpływ zdarzeń jednorazowych w 2007 r.

Wyniki za IIIq 2008r. – niższe marżę oraz przesunięcia kontraktów

Przychody Grupy Kapitałowej Kopex w III q 2008 r. wzrosły w porównaniu do III q 2007 r. o 27,9% i wyniosły 489.550 tys. zł. Głównym segmentem wciąż pozostaje segment produkcji i sprzedaży maszyn i urządzeń (w tym dla górnictwa, przemysłu oraz maszyny i urządzenia elektryczne i elektroniczne). W III q 2008 r. segment ten wypracował 243.545 tys. zł czyli 49,75% całości przychodów (w III q 2007 r. było to odpowiednio 238.080 tys. zł oraz 62,22% przychodów). Słaba dynamika wzrostu przychodów, w tym głównym obszarze działalności, wynika przede wszystkim z przesunięcia rozliczania kontraktów dla górnictwa podziemnego na rynkach eksportowych. Z racji tego, iż to górnictwo podziemne jest przede wszystkim odbiorcą produktów grupy, mniejsza dynamika w tym sektorze bardzo mocno wpływa na dynamikę zarówno segmentu maszyn i urządzeń, jak i dynamikę całości przychodów Grupy. Skutkiem przesunięć będą jednak prawdopodobnie wyższe w kolejnych okresach sprawozdawczych. Na uwagę zasługuje stosunkowo nowy segment, czyli sprzedaż energii, gdzie odnotowano największy wzrost przychodów. Ze sprzedaży energii w III q 2008 r. Grupa osiągnęła 139.344 tys. zł przychodów w porównaniu do 45.658 przed rokiem (wzrost o 205,19% rok do roku). Przychody w segmencie usług górniczych wzrosły, w porównaniu do III q 2007 r. o 8,86% i wyniosły 42.039 tys. zł.



Skonsolidowany zysk brutto ze sprzedaży Grupy kapitałowej w III kw. 2008 r. wzrósł w stosunku do III kw. 2007 r. o 49% i osiągnął wartość 103.886 tys. zł (67.721 przed rokiem). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 21,22%, czyli wzrosła o 3 punkty procentowe. Wzrost zysku brutto ze sprzedaży, (w ujęciu wartościowym) możliwy był dzięki przejęciom, ale pozytywnym aspektem jest zdecydowanie to, iż mimo przejęć marża brutto nie uległa zmniejszeniu. Biorąc pod uwagę fakt, że część spółek z grupy jest wciąż w trakcie restrukturyzacji bardzo możliwe, że spółce uda się w kolejnych okresach co najmniej utrzymać wskaźnik na obecnym poziomie. Na skutek systematycznego rozbudowywania Grupy koszty zarządu wzrosły w III kw. 2008 r. o 106,9% w porównaniu do III kw. 2007 r. i wyniosły 49.719 tys. zł. Silny wzrost kosztów zarządu, a także ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej wynoszące -954 tys. (przed rokiem zysk 10.750 tys. zł) spowodowały, iż nie udało się poprawić marży operacyjnej (EBIT), a wręcz przeciwnie nastąpił na tej pozycji spadek z poziomu 10,16% (EBIT 38.879 tys. zł) do poziomu 7,14% (EBIT 34.939 tys. zł). O ile na saldo pozostałej działalności operacyjnej wpływ mają często zdarzenia jednorazowe i niepowtarzalne, o tyle koszty zarządu są pozycją raczej stałą, co oznacza, że wraz ze wzrostem przychodów, wypracowywanych w poszczególnych spółkach Grupy, marża operacyjna powinna ulegać poprawie. Oczywiście w razie gdyby Grupa miała problemy z uzyskiwaniem nowych kontraktów, co najmniej w takim tempie jak dotychczas koszty te będą tą pozycją, która w znacznym stopniu może negatywnie wpływać na wyniki. Taka obawa jednak póki co nie istnieje, ponieważ Grupa ma obecnie zapewniony portfel zamówień do końca III kw. 2009 r. W III kw. 2008 r. skonsolidowany zysk netto Grupy Kopex wyniósł 18.391 tys. zł, co oznacza spadek w stosunku do tego samego okresu 2007 r. o 11%.

Ciekawostki ze spółki

Ujemny wpływ kontraktu chińskiego

W połowie 2008 r. Kopex w konsorcjum z giełdowym Famurem zdobył wart 85 mln USD kontrakt na dostawę urządzeń będących częścią systemu poprawy warunków pracy w kopalniach w Chinach (ponad połowa wpływów przypada dla Kopexu). Realizowana dla zrzeczenia węglowego Shenhua-Ningxia umowa początkowo miała być rozliczona na przełomie 2008/ 2009 r. Jednakże na skutek późniejszego, niż pierwotnie zakładano, jej zaakceptowania przez OECD oraz zmiany warunków technicznych dostarczanych urządzeń na wniosek strony chińskiej realizacja zostanie przesunięta o kilka miesięcy. Jej wyniki będą wpływały na rezultaty przyszłych okresów sprawozdawczych. Ponieważ kontrakt wyceniany był w USD spółka zabezpieczyła wynikające z niej przepływy kontraktami forward. Niestety przesunięcie realizacji umowy wymusi konieczność zamknięcia części kontraktów co ujemnie wpłynie na ujmowany w rachunku zysków i strat wynik z działalności finansowej, a przez to i na wynik netto w najbliższym okresie. Spółka najprawdopodobniej wybierze wariant rolowania kontraktów (zamknie dotychczasowe i jednocześnie otworzy nowe kontrakty z późniejszym terminem wygaśnięcia odpowiadającym ostatecznemu terminowi wykonania kontraktu). Ujemny wynik zamknięcia forwardów będzie dzięki temu zrównoważony w momencie fizycznego rozliczenia kontraktu i otrzymania płatności w USD.

Ekspansja zagraniczna

Grupa Kopex obecna jest w krajach, w których wydobywa się największe ilości węgla w skali światowej. Są to chociażby Chiny, Australia, Indie, Indonezja, czy Rosja. Jednym z priorytetowych rynków dla Kopexu są Chiny, czyli kraj, w którym wydobywa się największe ilości węgla na świecie. W ostatnich latach Grupa realizowała w Chinach dwie duże umowy o łącznej wartości ponad 107 mln USD (głównie przez spółkę Tagor).

Na początku 2008 r. Kopex zawarł z innym polskim podmiotem Grupą Famur S.A. umowę o współpracy przy pozyskiwaniu zagranicznych kontraktów. Umowa nie przewiduje możliwości połączenia podmiotów, jednak taki krok jest krokiem w dobrym kierunku. Dzięki wspólnemu udziałowi w przetargach łatwiej będzie walczyć ze światową czołówką np. Joy Machinery czy DBT Bucyrus, a ponieważ profil działalności obu grup jest zbliżony nie będą musiały ze sobą konkurować. Dotychczas najbardziej liczącym się skutkiem współpracy było zdobycie kontraktu w Chinach na łączną kwotę 85 mln USD (bliżej o kontrakcie w akapicie *Ujemny wpływ kontraktu chińskiego*).

Zdobywaniu kontraktów w Chinach pomóc ma także uruchomiony w ramach joint venture (Kopex ma 50% udział w spółce Shandong Tagao) zakład produkujący obudowy ścianowe. Docelowo (w 2009 r. choć początkowo zakładano do końca 2008 r.) zakład będzie produkował 1200 obudów, co przyniesie ok. 200 mln USD dodatkowych przychodów. Poza rynkiem chińskim, wyprodukowane w nim obudowy mają trafiać także na rynek rosyjski. Warto podkreślić, że ok. 30% wszystkich elementów do produkcji będą dostarczać spółki z Grupy.

Grupa Kopex obecna jest także na rynku Indonezyjskim (zgodnie z danymi World Coal Institute siódmy producent węgla kamiennego na świecie). Grupa współpracuje z lokalnymi partnerami, z którymi przeprowadziła studia wykonalności oraz prace geologiczne. Zdobywa także doświadczenie przy budowie chodników dla kopalni głębiny Indomnico. Na tym rynku Kopex chce brać udział w kompleksowej budowie kopalni głębiny, której wartość ma wynieść ok. 200 mln USD (niestety wciąż nie ma ostatecznej decyzji pozwalającej rozpocząć prace).

Zagranicznej ekspansji pomóc ma również przejęcie serbskich spółek odlewniczych oraz drugiego na świecie dostawcy elektronicznych systemów bezpieczeństwa i sterowania dla górnictwa, niemieckiej spółki Hansen Sicherheitstechnik AG (wraz z ZEG SA ma odpowiadać za segment elektroniczny Grupy). Niemiecka spółka zdobyła niedawno pięcioletni kontrakt w Republice Południowej Afryki o wartości 22 mln EUR.

Kopex chce też wzmocnić swoją obecność w Australii (lider wśród światowych eksporterów węgla). Dostarczy tam kompleks ścianowy do kopalni węgla kamiennego. To największa umowa spółki w ostatnich kilku latach. Jej wartość to blisko 267 mln zł. Zgodnie z założeniami kontrakt będzie realizowany do lipca 2009 r.

Wstrzymany skup akcji własnych

Na NWZA spółki, które odbyło się 11 grudnia 2008 r. podjęta została decyzja o skupie akcji własnych w celu ich dalszej odsprzedaży pracownikom Spółki oraz Spółek z nią powiązanych. Łącznie w ramach programu miało być nabytych do 20% kapitału zakładowego, w terminie do 11 grudnia 2013 r. Program skupu akcji własnych został jednak wstrzymany 10 lutego 2009 r. ze względu na pojawiające się wątpliwości prawne. Chodzi o to, że głównym akcjonariuszem spółki Kopex S.A. jest Pan Krzysztof Jędrzejewski, który posiada 69,5% nabytych w większości w drodze spadku po zmarłym bracie. Wątpliwości pojawiają się co do tego czy akcje posiadane przez Pana Jędrzejewskiego oraz akcje własne skupione przez Kopex S.A. należy sumować przez co Pan Jędrzejewski byłby zmuszony ogłosić wezwanie do sprzedaży.

PODSUMOWANIE

Pomimo już bardzo rozbudowanej struktury, Kopex S.A. wciąż chce przejmować nowe podmioty. Zgodnie z ostatnimi zapowiedziami jej przedstawicieli, Spółka zamierza wykorzystać obecne warunki na rynkach finansowych i wynikające z nich znaczne spadki wartości przedsiębiorstw. Z jednej strony, ceny rzeczywiście są niższe, ale pozostaje pytanie czy właściciele będą chętni odsprzedać swoje firmy po tak niskich cenach. Mimo wszystko strategię nakierowaną na osiągnięcie pozycji światowego lidera na perspektywnym rynku należy ocenić pozytywnie, a kolejne przejęcia mogą być w tym pomocne. Silna pozycja jaką Grupa stara się osiągnąć, powinna procentować w przyszłości pozyskiwaniem atrakcyjnych kontraktów, a przez to i wzrostem przychodów oraz zysków. Jeżeli chodzi o uzyskiwane marże oraz możliwość ich poprawy, (czy też co najmniej utrzymania), to bardzo ważną będzie, nie tylko przewaga konkurencyjna, ale także to, by kolejne przejęcia nie powodowały nadmiernych kosztów organizacyjnych i restrukturyzacyjnych.

Zaletą rynku, na którym działa Grupa jest to, iż w przeważającej części opiera się on na kontraktach długoterminowych, dzięki czemu na koniec III q 2008 r. back log na lata 2008-2011 wynosił w blisko 2,5 mld zł. Dodatkowo, ze względu na znaczny udział eksportu w sprzedaży (historycznie więcej niż 50%, w ostatnim kwartale słabiej w wyniku przesunięcia w rozliczeniu kontraktów), pozytywnie na wyniki finansowe wpływać będzie także obecne osłabienie złotówki. Warto zwrócić uwagę na niską wycenę spółki obrazowaną przez wskaźnik P/BV, który jest niższy nie tylko od głównego konkurenta Grupy Famur ale także niższy niż średnia w segmencie spółek elektromaszynowych. Gorzej sytuacja wygląda w przypadku ważniejszego wskaźnika P/E. Pod tym względem najbliższy konkurent wyceniany jest znacząco niżej, a wskaźnik sektora elektromaszynowego ma zbliżoną wartość.

	Grupa Kopex	Grupa Famur	Sektor Elektro ma szynowy	Wig
P/E	10	4,4	9,59	7,35
P/BV	0,32	0,78	0,9	0,78

*Według cen zamknięcia z 13.02.2009

Analiza techniczna



Kurs akcji, podobnie jak cały rynek od dłuższego czasu porusza się w trendzie spadkowym. Sygnały zmiany trendu na spadkowy pojawiły się przy 50 i 30 zł. W ostatnich kilku miesiącach kurs jest w fazie konsolidacji, a kilkuletnie minimum ukształtowane na poziomie 7,9 zł stanowi w krótkim oraz średnim terminie kluczowe wsparcie dla cen akcji. Test tego poziomu możliwy będzie jednak dopiero po przetamaniu poziomu 9,2 zł (dołków z ostatnich dni), który od paru sesji skutecznie powstrzymuje stronę podażową. Kilkundniowe przetamanie poziomu 7,9 zł oznaczać będzie zniżkę do nawet 3,8-6 zł.

Jeśli chodzi o opory, to ustanowione są na poziomach 10,3 zł, 12,4 zł oraz 15,4 zł. Przetamanie każdego z nich otwierać będzie drogę do kolejnych poziomów. Zważając na bliskość zarówno wsparć, jak i oporów, a także na fazę konsolidacji trudno w chwili obecnej wskazywać jednoznaczny kierunek przyszłego ruchu cenowego. Sygnały pojawią się wraz z przebicciem wspomnianych wyżej poziomów. Póki co na wykresie dominuje jednak trend spadkowy, a więc wciąż w nieco większej przewadze są niedźwiedzie.

Autor:

Piotr Pochmara
Specjalista ds. Interwencji i Analiz
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Niniejsze opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Stąd SII oraz autor nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.