

Jakie prognozy dla Chin?

KGHM po uszy w miedzi

Kupno zakładu znacznie mniejszego niż KGHM za cenę wyższą o ponad 30% od bieżących notowań przejmowanej spółki jest przynajmniej zastanawiające. Rynek plany zarządu KGHM ocenił chłodno, zwłaszcza że część akcjonariatu mogła liczyć bardziej na dywidendy niż na inwestycje spółki.

Co mówi cena za akcje Quadra?

Zarząd KGHM najwidoczniej uważa, że cena za przejęcie Quadra FNX nie jest wygórowana i odnosi oczekiwania wobec inwestycji do sytuacji spółki KGHM.

Gorsza koniunktura i spadek cen miedzi odbija się szybciej na wynikach tych kopalni, których złoża są trudniej dostępne i mają wyższe koszty produkcji. Niestety KGHM należy do tych spółek wydobywczych gdzie pozyskiwane kopaliny znajdują się na dużych głębokościach i z każdym rokiem warunki pozyskiwania rud metali są dla spółki trudniejsze. Równocześnie rosną koszty pracy, ten czynnik spowodował, że europejskie kopalnie należą do branż schyłkowych, przynajmniej w krajach starej Unii, Polska zaś podąża z wysokością zarobków za poziomem europejskim.

Patrząc na perspektywy przed polskimi kopalniami należącymi do KGHM zagraniczna inwestycja wydawać by się mogła słuszna. Jednak gorsza koniunktura na rynku miedzi odbija się także na wynikach spółki Quadra FNX, nawet jeśli w mniejszym stopniu to wartość aktywów jakimi dysponuje zostanie niżej wyceniona w okresie dekoniunktury.

W rezultacie spadku cen miedzi KGHM odnotuje gorsze wyniki na działalności jaką prowadzi dotychczas oraz straci na wartości inwestycji w spółkę Quadra.

Plany KGHM być może należałoby oprzeć na wizji wzrostu cen miedzi?

Jeśli zarząd jest przekonany, że nastąpi wzrost koniunktury w branży warto zadać pytanie o uzasadnienie dla takiej opinii. Rynek wyceniał Quadra FNX znacznie niżej niż zarząd KGHM, skąd ta różnica? Często w podobnych sytuacjach słyszymy o efektach synergii i skali działalności, jest to niemalże mantra wypowiediana przy przejęciach i fuzjach. Akcjonariusze KGHM z pewnością chętnie poznaliby konkrety w tej materii. Obie spółki funkcjonują w odmiennych miejscach na globie, prawdopodobnie również złoża odznaczają się swoją specyfiką. Rynek z pewnością byłby ciekaw na czym opierać miałyby się efekty skali – sprzedaż większej ilości miedzi raczej nie wiąże się z uzyskaniem dużo wyższej ceny, przy już masowej produkcji KGHM, także jednostkowy koszt transportu nie powinien być znacznie niższy.

Zatem efekty synergii i skali czy bardziej perspektywy zarządu KGHM odnośnie koniunktury w branży miedzi są powodem zaoferowania ponad 30% premii w stosunku do rynkowej wyceny Quadra FNX?

Niezależnie od ocen władz KGHM, warto jednak pamiętać, że w przypadku koniunktury na rynku miedzi rekomendacji jest wiele, przynajmniej tyle ile dotyczących globalnego wzrostu PKB, czynnika przekładającego się na ceny miedzi.

Kurs miedzi kursem KGHM

Rezultatem inwestycji KGHM w Quadra FNX będzie niemal całkowite uzależnienie kondycji spółki od kursu miedzi. Inwestor gdy dokonuje inwestycji najczęściej dywersyfikuje ryzyko, strategia najbardziej oczekiwana, w szczególności mająca zastosowanie do funduszy i zarządzających aktywami na zlecenie. Jednak prawie każdy inwestor na miarę możliwości stara się posiadać zdywersyfikowane portfolio, spółka akcyjna ma podobne przymioty jak każdy inwestor i także powinna ważyć ryzyko i oczekiwany zysk. Dywersyfikacja działalności najczęściej zmniejsza ryzyko, a jak wiadomo im niższe ryzyko tym niższe koszty finansowania. Z drugiej strony trudno wymagać, by każda spółka prowadziła zróżnicowaną działalność na bazie wielu branż. Jednak prawidłowość jest taka, że im większy podmiot tym częściej jego działalność oparta jest na kilku filarach. KGHM należy do jednej z największych polskich spółek i miała szanse na dywersyfikację działalności, chociażby z zakresie inwestycji kapitałowych. KGHM wybrała samą miedź. Przynajmniej wiemy, że wycena spółki staje się uproszczona, a prognozowany kurs akcji można oprzeć o prognozy cen miedzi.

Kurs miedzi zależny od kursu chińskiej gospodarki

Konsumpcja miedzi w ostatnich latach jest mocno spolaryzowana, Chiny wykorzystują więcej miedzi niż Ameryka Północna i Europa razem wzięte. Spadek popytu na miedź w samych Chinach będzie oznaczał globalny kryzys w branży tego surowca. Pomimo wysokiego i długotrwałego wzrostu gospodarczego Chin („pomimo” i „właśnie dlatego”) trzeba pamiętać, że gospodarka rozwija się w cyklach gospodarczych, w tym długoterminowych, po okresie boomu gospodarczego Państwa Środka przyjdzie głęboka dekonunktura. System finansowy Chin może okazać się bańką mydlaną, a rezerwy walutowe mimo że wyglądają na olbrzymie tracą na znaczeniu przy skali niespłacalnych kredytów, które posłużyły sfinansowaniu nieprzemyślanych centralnie planowanych inwestycji – to wszystko jeszcze przed Chinami. Również statystyka rządowa Chin powinna budzić obawy. Dług publiczny jest wykazywany na poziomie 17 proc. PKB, jednak nie uwzględnia on kreatywnej księgowości na poziomie chińskich samorządów, gdzie faktyczny dług został scedowany na wehikuły finansowe, inwestujące w imieniu lokalnych władz, de facto aparatu Komunistycznej Partii Chin.

Siłą napędową Chin był i jest eksport, który odpowiada za ok. 40 proc. PKB. Spadek globalnego popytu w wyniku dekonunktury, coraz większy protekcjonizm służący ochronie miejsc pracy, w tym oparty nie tylko na cłach, ale coraz częściej na normach jakościowych, certyfikatach, wymaganiach sanitarnych, ekologicznych, etc. nie sprzyja optymistycznym prognozom dla chińskiego eksportu.

Upatrywanie kontynuowania dobrej koniunktury w popycie wewnętrznym może okazać się złudnym założeniem. To eksport generuje pierwotny kapitał, w tym w postaci zarobków, bez eksportowej lokomotywy dalsze wagoniki będą toczyły się bardziej siłą inercji, niż w wyniku napędu. Taka prędkość oznacza, że gospodarka zatrzyma się na stacji „Recesja”. Zwiększanie

publicznych wydatków przez Chiny w celu poprawy koniunktury może doprowadzić do przeciwnego skutku od zamierzonego, wzrostu ryzyka inwestycyjnego i wycofywania się z rynku zagranicznych inwestorów.

Mówi się o chińskim cudzie, być może jednak zupełnie przedwcześnie, cuda mają do siebie że nieczęsto się zdarzają, tym bardziej dziwne gdyby nadprzyrodzone zjawiska miały wynosić na piedestał ateistyczne i reżimowe władze.

Być może nie cud, a bardziej tykająca bomba zegarowa stanie się synonimem Państwa Środka na przełomie tysiącleci. Upadek „modelu chińskiego” to kwestia czasu, mając na uwadze dynamikę procesów gospodarczych, w tym zachodzących w Chinach to perspektywa raczej krótsza niż dłuższa. Kryzysy przychodzą nieoczekiwanie, ...zaraz po pierwszych symptomach.

Postęp technologiczny, a cena miedzi

Na możliwy spadek cen miedzi poza globalną dekonunkturą, w tym w Państwie Środka, moim zdaniem wpływa paradoksalnie rozwój technologiczny, w tym recykling sprzętu auto-elektro-agd-etc. Dodatkowo, sprzęt starszej generacji właśnie zwracany do odzysku materiałów wtórnych zawiera więcej metali niż jego nowe odpowiedniki, np. w sytuacji zamiany komputera PC na laptop lub tablet (sama zamiana laptopów na tablety odbija się kryzysem w branży układów elektronicznych). Technologia przemysłowa jest czuła na ceny surowców, co odbija się w redukcji kosztów materiałowych lub zastępowaniu jednych surowców innymi, np. rur miedzianych rurami z tworzyw sztucznych. Miedź konkuruje z kilkoma innymi przewodnikami elektryczności i ciepła, zmiany technologiczne mogą sprzyjać zastępowaniu miedzi. Na podaż miedzi z odzysku wpływa masowa wymiana miedzianych kabli „telefonicznych” do przesyłu danych na kable światłowodowe.

Wzrost efektywność gospodarczej (którą zwiększa zarówno technologia jak i dekoniktura) oznacza, że coraz więcej metali będzie odzyskiwanych w ramach recyklingu. Ilość wydobytej kiedykolwiek miedzi wzrasta, zupełnie inaczej jest w przypadku ropy i gazu ziemnego, gdzie węglowodory poddane reakcji spalania już nie służą ponownie celom energetycznym.

Na bazie długoterminowych prognoz trudno więc o dobre perspektywy przed kopalniami miedzi, uważam zatem, że lepszą opcją dla KGHM byłaby dywersyfikacja działalności, inwestycja w cokolwiek innego niż miedź.

„Efekty synergii”

Warto odnieść się do pojawiającego się w mediach efektu synergii, który miałby polegać jakoby na zmniejszeniu średniego kosztu wydobycia miedzi w KGHM. Średnia cena wytworzenia miedzi zapewne spadnie, ale czy na pewno jest to wynikiem efektu synergii?

Jeśli firma posiada nieocieploną halę produkcyjną i postanowi zakupić nową halę wybudowaną według obecnych standardów cieplnych to z pewnością jej średni koszt zużycia ciepła na metr kwadratowy spadnie. Jednak o ile nie ociepli tej pierwszej hali cały czas będzie płaciła za straty ciepła, nawet będzie płaciła coraz więcej z uwagi na rosnący koszt zakupu energii. Firma oczywiście najczęściej ma możliwość ocieplenia swoich budynków, w przypadku kopalni KGHM niestety koszt wydobycia w polskich kopalniach raczej specjalnie nie zmaleje w wyniku zakupu spółki Quadra.

Natomiast czy sama inwestycja w spółkę Quadra będzie zyskowna? Jej produkcja, plany inwestycyjne i posiadane złoża były zawarte w cenie rynkowej, KGHM uznał, że zapłaci więcej ponad cenę rynkową o przeszło 30 proc, czy miał rację? Jak wskazane zostało powyżej wiele (wszystko) zależy od prognozy ceny miedzi, zarówno w odniesieniu do zakupu Quadra FNX, jak i w odniesieniu do wyceny działalności KGHM w polskich kopalniach.

Skoro wartość akcji KGHM staje się coraz bardziej uzależniona od rynku miedzi, być może wielu inwestorów zamiast akcji KGHM wybierze kontrakty futures na rynku miedzi, bądź też inni inwestorzy zamiast pozycji na rynku terminowym zainwestują w akcje KGHM? Jedno jest pewne – KGHM coraz bardziej uzależniony od ceny miedzi, a ta od prognozy dla chińskiej koniunktury.

Jarosław Supłacz

www.changevalue.com

This article may be reprinted as long as the original website and author are given.