



Dom Maklerski BDM S.A.

LW BOGDANKA

RAPORT ANALITYCZNY

Po uwzględnieniu w modelu aktualizacji założeń wynikających głównie z wyższych wolumenów sprzedaży i niższej długookresowej ścieżki cenowej, decydujemy się utrzymać zalecenie Kupuj. Korekta naszych założeń wpłynęła na obniżenie ceny docelowej do poziomu 39.8 PLN/akcję i odzwierciedla to mniejszą atrakcyjność inwestycyjną Bogdanki z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych. Zgodnie z naszymi prognozami, spółka na lata 2016-2017 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 3.7x-3.5x. Historycznie inwestorzy akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe. Obecne negatywne postrzeganie Bogdanki związane jest m.in. z szeregiem ryzyk związanych z przyszłą polityką głównego właściciela wobec spółki.

Poprzednią rekomendację Kupuj z ceną docelową 42.36 PLN/akcję (po odcięciu dywidendy) wydaliśmy w sierpniu'15. Ogłoszone później wezwanie na walory Bogdanki przez Enea i znaczna (krótkookresowa) poprawa klimatu inwestycyjnego wokół spółki stwarzała dogodną okazję do zrealizowania zysków.

Oczekujemy, że w 2016 roku powinno dojść do wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw mialów węglowych na potrzeby energetyczne (czemu sprzyja wejście do grupy Enea). Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka nie tylko odzyska wolumeny utracone w 2015 roku na krajowym rynku ale i prawdopodobnie docelowo znacznie je zwiększy (w modelu na obecnym etapie nie uwzględniamy wciąż możliwości produkcji powyżej 9.5 mln ton/rok).

Ceny węgla energetycznego z portów ARA spadły poniżej pułapu 50 USD/t i nie pozwalają na myślenie o wprowadzaniu podwyżek cen w Polsce. Ostatnie odczyty z ARA z końca listopada i grudnia wskazują na akceptowalne ceny w okolicy ok. 47-48 USD/t. Sądymy, że dynamika spadków nie ulegnie już powiększeniu i próg 50 USD/t będzie jednak silnym punktem odniesienia w kolejnych kwartałach 2016 roku. W końcówce grudnia'15 ceny węgla energetycznego z ARA wynosiły niespełna 48.2 USD/t, co w przeliczeniu daje ok. 185 PLN/t (w Polsce odczyt za październik'15 indeksu PSCMI wynosił prawie 219 PLN/t). W naszym modelu zakładamy spadek średniej ceny sprzedaży przez spółkę do ok. 181 PLN/t i płaskie ceny w 2017 roku.

Ogółem spodziewamy się, że przychody spółki w 2016 roku spadną o ok. 192 mln PLN r/r. Taki scenariusz będzie wymuszał utrzymanie dyscypliny kosztowej. Zgodnie z naszymi założeniami EBITDA w 2016 rok spadnie o ok. 183 mln PLN do poziomu niespełna 435 mln PLN. W 2017 roku utrzymujemy scenariusz niskich i płaskich cen węgla oraz wzrost wolumenu sprzedaży do 9.5 mln PLN. Tym samym EBITDA na 2017 rok w wg naszych założeń powinna wynieść prawie 470 mln PLN. Rok 2018 jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników przy stałym poziomie sprzedaży 9.5 mln ton rocznie (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów).

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 899.8	2 013.6	1 840.4	1 648.2	1 692.8	1 732.4
Sprzedaż [mln ton]	8.15	9.16	8.46	9.06	9.40	9.48
EBITDA [mln PLN]	754.9	750.0	617.9	434.9	469.4	474.0
EBIT [mln PLN]	424.8	362.3	242.3	74.2	99.7	101.3
Wynik netto [mln PLN]	329.4	272.8	183.8	46.2	63.1	64.4
EV/EBITDA (x)	2.0x	2.3x	2.6x	3.7x	3.5x	3.4x
P/E (x)	3.4x	4.1x	6.0x	24.1x	17.6x	17.2x
DPS [PLN]	5.0	5.8	3.5	1.5	0.7	0.9

KUPUJ
(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 39.80 PLN

05 STYCZEŃ 2016

Wycena końcowa [PLN]	39.80
Potencjał do wzrostu / spadku	+23%
Koszt kapitału	9.5%
Cena rynkowa [PLN]	32.55
Kapitalizacja [mln PLN]	1 111
Ilość akcji [mln. szt.]	34.1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	66.75
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	32.20
Stopa zwrotu za 3 mc	-43%
Stopa zwrotu za 6 mc*	-37%
Stopa zwrotu za 9 mc*	-60%
* uwzględnia wypłatę dywidendy	
Akcjonariat	
Grupa Enea	66%
Pozostali	34%

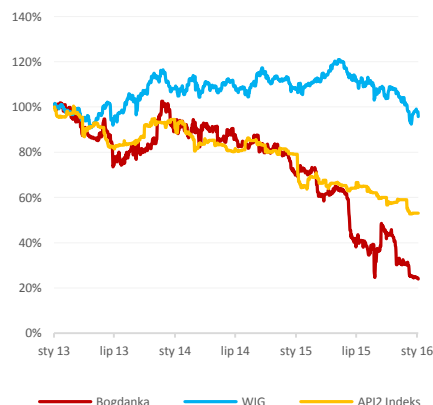
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



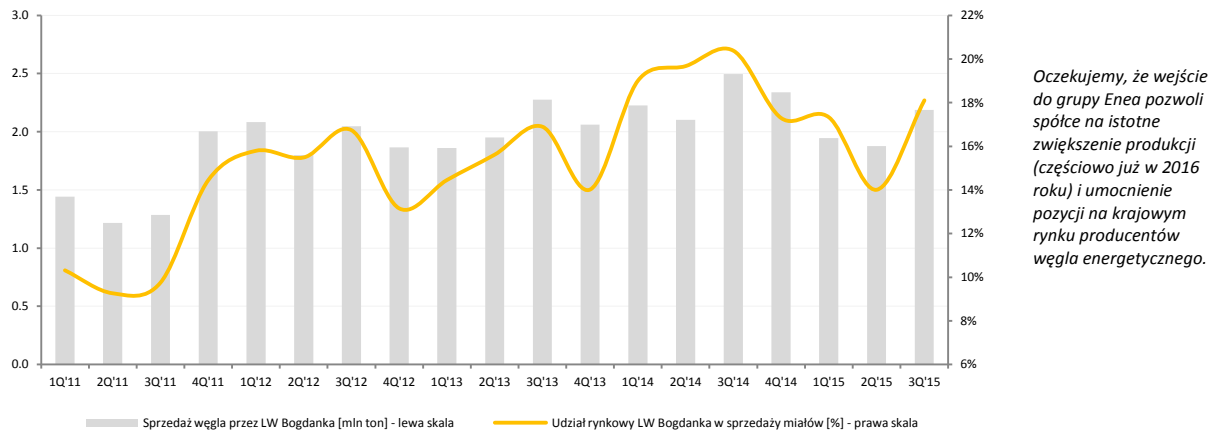
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'15.....	9
CELE OPERACYJNE SPÓŁKI.....	11
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2016 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	12
KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO.....	15
KRAJOWY RYNEK WĘGLA ENERGETYCZNEGO W 1-3Q2015	16
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Oczekujemy, że powinno dojść do wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw mialów węglowych na potrzeby energetyczne (czemu sprzyja wejście do grupy Enea). Dlatego oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka nie tylko odzyska wolumeny utracone w 2015 roku na krajowym rynku ale i prawdopodobnie znacznie je zwiększy (w modelu na obecnym etapie nie uwzględniamy wciąż możliwości produkcji powyżej 9.5 mln ton/rok). Jest to decydujący czynnik, który skłania nas do utrzymania zalecenia Kupuj przy obecnych pułapach cenowych. Po zakończonym wezwaniu na walory Bogdanki, kurs istotnie spadł, dyskontując szereg negatywnych scenariuszy. Głównym ryzykiem dla naszych założeń jest przyszła ścieżka wynikowa cen sprzedawanego węgla, zarówno ze względu na kształtowanie się cen światowych jak i efekt wejścia w skład grupy Enea. Kolejnym czynnikiem ryzyka jest scenariusz zaangażowania kapitałowego Enea w KHW.

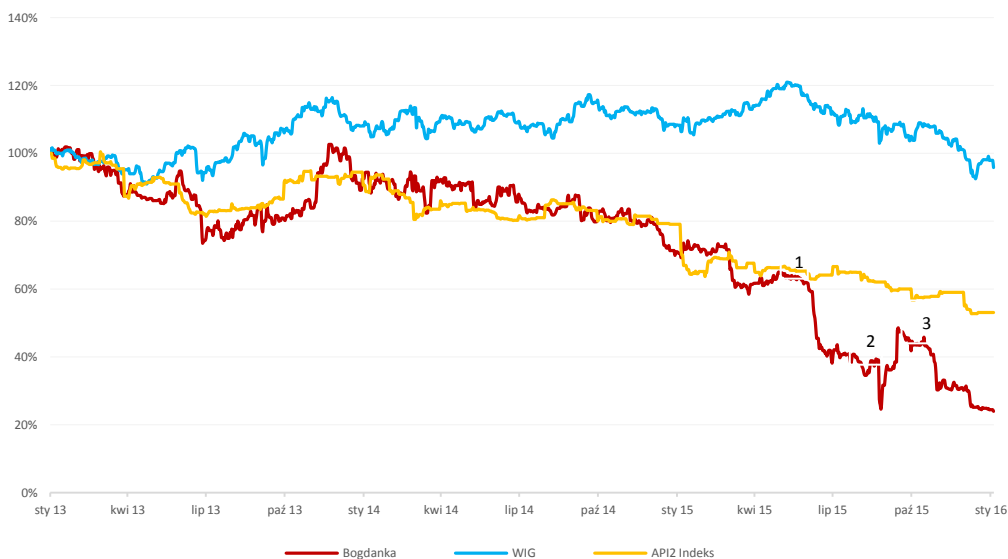
Udział rynkowy LW Bogdanka w sprzedaży mialów węglowych wyprodukowanych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki

Podsumowując, po uwzględnieniu w modelu aktualizacji założeń wynikających głównie z wyższych wolumenów sprzedaży i niższej długookresowej ścieżki cenowej, decydujemy się utrzymać zalecenie Kupuj. Korekta naszych założeń wpłynęła na obniżenie ceny docelowej do poziomu 39.8 PLN/akcję (wcześniej po odcięciu dywidendy było to 42.36 PLN/akcję). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka na lata 2016-2017 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 3.7x-3.5x. Historycznie inwestorzy akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe Bogdanki. Obecne negatywne postrzeganie spółki jest związane z szeregiem ryzyk związanych z przyszłą polityką głównego właściciela wobec spółki.

Kurs Bogdanki na tle indeksu cen węgla z ARA oraz indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Kłopoty płynnościowe śląskich kopalń spowodowały szereg zmian na krajowym rynku węgla energetycznego i przynajmniej na pewien okres wpłynęły na spadek udziału LW Bogdanka w rynku sprzedaży węgla energetycznego do energetyki. Dla spółki ważny jest wolumen sprzedaży z uwagi na poziom kosztów stałych. Należy mieć na uwadze, że przeprowadzane zmiany strukturalne w Kompanii Węglowej i przyszły układ własnościowy Nowej KW oraz KHW mogą mieć wpływ na obraz krajowego rynku węgla kamiennego dla energetyki. W szczególności należy uwzględnić scenariusz zaangażowania energetyki w śląskie kopalnie, co może determinować politykę zakupu węgla energetycznego przez wybrane elektrownie.

Należy mieć na uwadze, że ryzykiem dla spółki jest wejście KHW w skład grupy kapitałowej Enea. W szczególności niekorzystna sytuacja dla akcjonariuszy mniejszościowych może dotyczyć bezpośredniego zaangażowania Bogdanki w KHW. W grudniu'15 minister energii Krzysztof Tchórzewski informował, że „przejęcie KHW przez Enea jest rozważanym scenariuszem....”. Minister jednocześnie zaznaczył, że „to był plan przygotowany przez ubiegły rząd, czyli kapitałowe przejęcie miałyby miejsce jak w przypadku Bogdanki....”, dodał również, „nie zarzucamy tego, to jest rozważany scenariusz”. Oceniamy, że łączne moce produkcji Bogdanki i KHW przekraczające 20 mln ton węgla rocznie będą bardzo dużym wyzwaniem dla grupy Enea. Dlatego skłaniamy się raczej ku scenariuszowi, że KHW (w całości) nie wejdzie w skład grupy Enea.

Kluczowe znaczenie dla wyników spółki ma cena węgla sprzedawanego do energetyki na rynku krajowym. Krytyczna sytuacja płynnościowa głównie KW doprowadziła do ostrej walki cenowej na krajowym rynku węgla energetycznego w 1H'15. Indeks PSCMI wskazuje, że średnia ważona cena miałow w okresie 2Q'15 była na poziomie niespełna 209 PLN/t i była niższa o 13 PLN/tq/q. Należy mieć na uwadze, że maj i czerwiec to odczyty pod wyjątkowo dużym wpływem agresywnej polityki wyprzedaży z KW. Dane za 3Q'15 przyniosły odbicie średnich cen względem 2Q'15 jednak jest to nadal ścieżka spadkowa w ujęciu r/r. Średni odczyt za 3Q'15 wyniósł 217.45 PLN, co oznaczało spadek o 14 PLN/t r/r. W październiku indeks wynosił prawie 219 PLN/t (-11.5 PLN/t r/r). Ceny z portów ARA spadły poniżej pułapu 50 USD/t i nie pozwalają na myślenie o wprowadzaniu podwyżek cen w Polsce. Ostatnie odczyty z ARA z końca listopada i grudnia wskazują na akceptowalne ceny w okolicy ok. 47-48 USD/t. Sądzymy, że dynamika spadków nie ulegnie już powiększeniu i próg 50 USD/t będzie jednak silnym punktem odniesienia w kolejnych kwartałach 2016 roku. W końcówce grudnia'15 ceny węgla energetycznego z ARA wynosiły niespełna 48.2 USD/t, co w przeliczeniu daje ok. 185 PLN/t (w Polsce odczyt za październik'15 indeksu PSCMI wynosił prawie 219 PLN/t).

Wejście w skład grupy Enea (głównego odbiorcy produkowanego węgla) stworzyło nową sytuację w ustalaniu przyszłej polityki cenowej Bogdanki. Naszym zdaniem należy liczyć się z presją na spadki cen. Z drugiej strony spółka ma szanse na wzrost produkcji, co przynajmniej częściowo powinno rekompensować akcjonariuszom mniejszościowym niższe uzyskiwane marże na sprzedaży.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4.00%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.1.

Główne założenia (szczegółowe założenia dla poszczególnych segmentów znajdują się w osobnym rozdziale):

- Oczekujemy, że powinno dojść do wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałow węglowych na potrzeby energetyczne (czemu sprzyja wejście do grupy Enea). Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka nie tylko odzyska wolumeny utracone w 2015 roku na krajowym rynku ale i prawdopodobnie znacznie je zwiększy (czego na obecnym etapie jeszcze nie uwzględniamy w modelu).
- W poprzednim raporcie z sierpnia'15 spodziewaliśmy się, że 2016 rok będzie zdecydowanie trudniejszy dla spółki. Wejście w skład grupy kapitałowej Enea zwiększa naszym zdaniem prawdopodobieństwo znaczącego wzrostu produkcji i sprzedaży względem 2015 roku. Na 2016 rok ujmujemy w modelu wzrost sprzedaży węgla do 9.1 mln ton, a w 2017 roku do 9.5 mln ton. Oceniamy, że dalsze zwiększenie produkcji będzie wymagało korektę wprowadzonych działań oszczędnościowych (co na obecnym etapie podwyższonej niepewności jest zbyt wczesne). Dlatego w kolejnych latach prognozy utrzymujemy poziom sprzedaży i produkcji na pułapie 9.5 mln ton w skali roku.
- Większym ryzykiem błędu aniżeli wolumeny produkcji i sprzedaży na 2016-2017 są naszym zdaniem założone cenniki. Staraliśmy się zastosować podejście ostrożnościowe dla wyceny i oceniamy, że już w 1Q'16 będzie widać znaczącą erozję uzyskiwanych cen, co będzie pochodną aktualizacją wcześniejszych umów handlowych z odbiorcami. Przyjęliśmy w modelu dość istotny spadek średnich cen sprzedaży w 2016 roku do poziomu 181.1 PLN/t. na rok 2017 ujęliśmy dalszy spadek średnich cen do 180 PLN/t. Kolejne lata w modelu ujmują stopniową odbudowę cen sprzedawanego węgla.
- Rok 2018 jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników przy stałym poziomie sprzedaży 9.5 mln ton rocznie (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów i mamy nadzieję, że w przyszłości będzie to istotny impuls do podniesienia naszych założeń).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 30.06.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 1.36 mld PLN, czyli 39.8 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 648	1 693	1 732	1 778	1 832	1 885	1 932	1 973	2 012	2 048
EBIT. [mln PLN]	74.2	99.7	101.3	143.8	187.2	217.2	243.6	262.7	279.2	290.6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14.1	18.9	19.3	27.3	35.6	41.3	46.3	49.9	53.1	55.2
NOPLAT [mln PLN]	60.1	80.7	82.1	116.4	151.6	176.0	197.3	212.8	226.2	235.4
Amortyzacja [mln PLN]	360.6	369.8	372.7	376.3	380.7	385.9	391.9	398.0	403.8	410.0
CAPEX [mln PLN]	-370.8	-397.8	-407.1	-417.8	-430.6	-442.9	-449.2	-453.8	-462.7	-471.1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2.7	-27.4	10.7	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	47.3	25.3	58.3	73.8	100.5	117.8	138.8	155.8	166.1	173.2
DFCF [mln PLN]	45.3	22.3	47.4	55.2	69.2	74.6	80.9	83.5	81.9	78.5
Suma DFCF [mln PLN]	638.6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 682.4		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 215.7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 854.3									
Dług netto [mln PLN]	495.6									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 358.7									
Ilość akcji [mln szt.]	34.1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	39.80									

Przychody zmiana r/r	-10.4%	2.7%	2.3%	2.6%	3.1%	2.9%	2.5%	2.1%	2.0%	1.8%
EBITDA zmiana r/r	-29.6%	7.9%	1.0%	9.7%	9.2%	6.2%	5.4%	4.0%	3.4%	2.6%
Marża EBITDA	26.4%	27.7%	27.4%	29.3%	31.0%	32.0%	32.9%	33.5%	34.0%	34.2%
Marża EBIT	5%	6%	6%	8%	10%	12%	13%	13%	14%	14%
CAPEX / Przychody	23%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%
CAPEX / Amortyzacja	103%	108%	109%	111%	113%	115%	115%	114%	115%	115%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1.4%	61.3%	-26.9%	2.7%	2.2%	2.3%	2.5%	2.9%	3.1%	3.3%
Sprzedaż [mln ton]	9.1	9.4	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
Średnia cena sprzedaży [PLN/t]	181.1	180.0	183.0	188.0	194.0	199.8	205.0	209.5	213.8	217.8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Udział kapitału własnego	82.7%	82.9%	83.0%	83.3%	83.6%	83.8%	84.1%	84.3%	84.5%	84.8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	17.3%	17.1%	17.0%	16.7%	16.4%	16.2%	15.9%	15.7%	15.5%	15.2%
WACC	8.6%	8.6%	8.6%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	0.7	45.0	47.5	50.4	53.5	57.2	61.4	66.3	72.0	78.9
	0.8	41.5	43.7	46.1	48.9	52.0	55.6	59.8	64.6	70.4
	0.9	38.2	40.2	42.3	44.8	47.5	50.6	54.1	58.3	63.1
	1.0	35.3	37.0	38.9	41.0	43.4	46.1	49.2	52.7	56.8
	1.1	32.6	34.1	35.8	37.7	39.8	42.1	44.8	47.8	51.3
	1.2	30.1	31.5	33.0	34.7	36.5	38.6	40.9	43.5	46.5
	1.3	27.8	29.1	30.4	31.9	33.6	35.4	37.4	39.7	42.3
	1.4	25.8	26.9	28.1	29.4	30.9	32.5	34.3	36.3	38.5
	1.5	23.8	24.8	25.9	27.1	28.4	29.8	31.4	33.2	35.2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.7	70.4	65.6	61.2	59.1	57.2	55.3	53.5	50.2	47.1
	0.8	65.6	60.6	56.1	54.0	52.0	50.2	48.4	45.0	41.9
	0.9	61.2	56.1	51.6	49.5	47.5	45.6	43.8	40.5	37.5
	1.0	57.2	52.0	47.5	45.4	43.4	41.6	39.8	36.5	33.6
	1.1	53.5	48.4	43.8	41.7	39.8	38.0	36.2	33.0	30.1
	1.2	50.2	45.0	40.5	38.4	36.5	34.7	33.0	29.9	27.0
	1.3	47.1	41.9	37.5	35.5	33.6	31.8	30.1	27.0	24.3
	1.4	44.2	39.1	34.7	32.7	30.9	29.1	27.5	24.5	21.8
	1.5	41.6	36.5	32.2	30.2	28.4	26.7	25.1	22.2	19.6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	3.0%	46.6	49.2	52.2	55.6	59.4	63.9	69.1	75.3	82.8
	3.5%	42.5	44.8	47.3	50.2	53.5	57.3	61.6	66.7	72.8
	4.0%	38.8	40.8	43.1	45.6	48.4	51.6	55.2	59.5	64.4
	4.5%	35.6	37.3	39.2	41.4	43.8	46.6	49.7	53.2	57.4
	5.0%	32.6	34.1	35.8	37.7	39.8	42.1	44.8	47.8	51.3
	5.5%	29.9	31.2	32.7	34.4	36.2	38.2	40.5	43.1	46.1
	6.0%	27.4	28.6	29.9	31.4	33.0	34.8	36.8	39.0	41.5
	6.5%	25.2	26.2	27.4	28.7	30.1	31.7	33.4	35.3	37.5
	7.0%	23.1	24.1	25.1	26.2	27.5	28.9	30.4	32.0	33.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Mediana EV/EBITDA podmiotów wydobywających węgiel kamienny lata 2015-2017 wynosi odpowiednio 8.9x, 7.3x i 6.5x. Należy mieć jednak na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Dodatkowo kopalnie różnią się sposobami wydobycia oraz mają różne zasoby (decydujące w długim terminie o wartości dla akcjonariuszy).

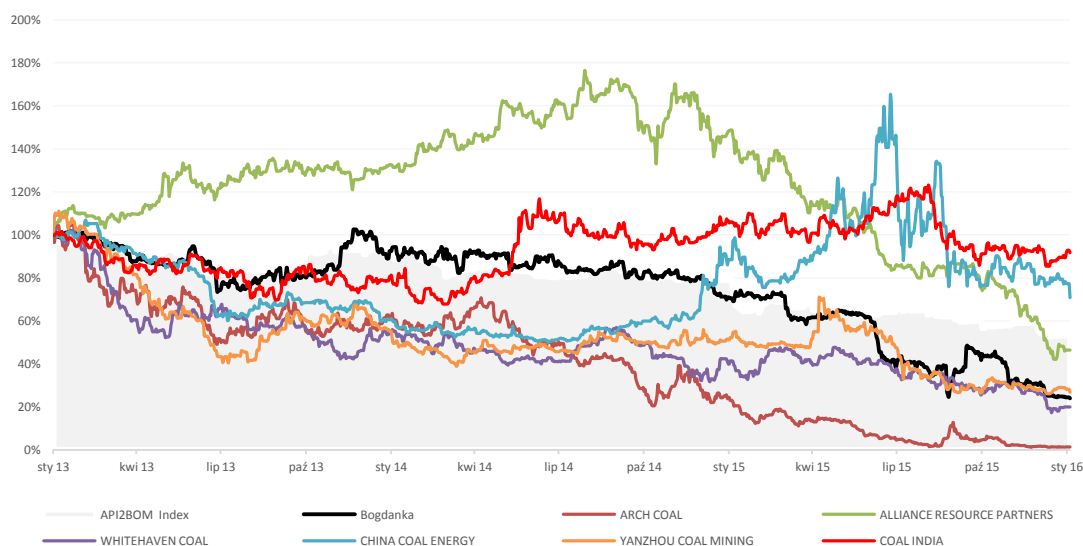
Ze względu na specyfikę działania Bogdanki, w szczególności koncentrację wyłącznie na rynku polskim, nie decydujemy się na uwzględnienie tego mnożnika dla ustalenia wyceny końcowej. Zwracamy jednak uwagę, że spółka na lata 2015-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 2.6x-3.5x. Historycznie inwestorzy akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe Bogdanki. Obecna zmiana nastawienia związana jest z ryzykiem kształtowania przyszłych cen sprzedaży węgla do grupy Enea oraz z ewentualnym zaangażowaniem głównego akcjonariusza (lub w skrajnie pesymistycznym scenariuszu samej spółki) w KHW.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
ARCH COAL	1.0	USD	5.9	12.0	10.0	2.7	3.2	2.9
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	13.5	USD	---	---	---	14.3	17.5	17.5
FORESIGHT ENERGY	3.5	USD	4.4	4.3	5.4	2.6	2.7	3.0
PEABODY ENERGY	7.7	USD	13.1	---	---	5.1	5.8	5.3
CLOUD PEAK ENERGY	2.1	USD	---	---	---	12.5	11.8	9.8
CONSOL ENERGY	7.9	USD	---	---	---	4.5	5.4	5.6
WHITEHAVEN COAL	0.7	AUD	---	---	---	6.4	6.1	5.5
CHINA COAL ENERGY	5.5	CNY	26.7	14.7	7.4	7.2	5.6	4.0
YANZHOU COAL MINING	3.4	HKD	---	---	---	20.9	19.3	16.0
COAL INDIA	330.2	INR	---	---	---	13.0	14.8	11.3
Mediana	---	---	13.8x	12.0x	10.7x	8.9x	7.3x	6.5x
LW Bogdanka	32.55	PLN	6.0x	24.1x	17.6x	2.6x	3.7x	3.5x

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiany kursów wybranych spółek wydobywających węgiel kamienny na tle zmian indeksu CIF ARA dla węgla energetycznego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'15

Dane za 3Q'15 okazały się umiarkowanie pozytywne i wyższe niż nasze wcześniejsze konserwatywne założenia. Należy mieć jednak na uwadze, że realizowana cena sprzedaży węgla była pochodną wcześniejszych umów negocjowanych jeszcze w 2014 roku przed nadejściem silnych turbulencji na rynku krajowym (wywołanych głównie przez agresywne działania KW).

Przychody ze sprzedaży w 3Q'15 wyniosły 483.4 mln PLN (spadek o 11.3% r/r). W tym okresie wolumen wydobywania netto był na poziomie 2 mln ton, czyli o 14.2% mniej w ujęciu r/r. Sprzedaż węgla w 3Q'15 była na poziomie 2.2 mln ton, co oznacza spadek o 12.4% r/r.

Wynik EBITDA za 3Q'15 spadł do 166.3 mln PLN, czyli o ponad 16%. Wpływ na spadek marży miał istotny spadek sprzedaży. W 3Q'15 spółka ponosiła ciągle wysokie koszty świadczeń pracowniczych w związku z trwającymi odejściami. Zwracamy jednak uwagę na wdrożone już działania obniżające stan zatrudnienia, co powinno być odczuwalne szczególnie w kolejnych kwartałach 2016 roku.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'15

Rachunek wyników [mln PLN]	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	545.0	483.4	-11.3%	1971.9	1850.2	-6.2%
EBITDA	198.2	166.3	-16.1%	709.8	705.6	-0.6%
EBIT	99.9	73.2	-26.7%	343.9	310.3	-9.8%
Saldo finansowe	-0.9	-2.3	149.2%	-15.2	-16.1	5.3%
Wynik netto	80.2	56.7	-29.3%	276.4	233.5	-15.5%
CF operacyjny	232.0	147.7		730.0	650.5	
CF netto	222.9	13.2		226.5	-191.2	
Dług netto/EBITDA	0.4	0.7		0.4	0.7	
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1.3	1.4		1.3	1.4	

Struktura kosztów [mln PLN]	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Amortyzacja	98.2	91.8	-6.5%	365.1	392.3	7.5%
Zużycie mat i energii	114.6	96.9	-15.4%	465.7	408.8	-12.2%
Usługi obce	112.4	94.6	-15.8%	492.6	420.0	-14.7%
Świadczenia pracownicze	119.5	119.9	0.3%	572.0	605.9	5.9%
Koszty reprezentacji i reklamy	1.3	1.5	12.0%	6.8	7.5	10.2%
Podatki i opłaty	9.8	9.5	-3.3%	36.5	37.2	1.9%
Pozostałe koszty	4.2	4.2	-1.4%	21.4	23.0	7.4%
Koszty rodzajowe	460.1	418.4	-9.1%	1960.1	1894.7	-3.3%
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-61.3	-43.2	-29.4%	-291.3	-289.5	-0.6%
Rozliczenia międzyokresowe	29.8	18.4	-38.2%	3.7	-14.2	---
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-25.4	-15.7	-38.0%	-101.9	-66.3	---
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	11.3	1.3	-88.9%	1.7	11.8	---
Całkowite koszty produkcji	414.6	379.1	-8.6%	1572.2	1536.6	-2.3%
Zmiana stanu produktów	20.6	24.9	21.2%	29.5	-17.9	---
Wartość sprzedanych tow i materiałów	3.5	3.3	-4.5%	11.8	12.1	2.8%
Koszt własny produkcji sprzedanej	438.7	407.4	-7.1%	1613.5	1530.9	-5.1%
Koszt sprzedanych produktów, tow i mat	403.5	372.4	-7.7%	1475.7	1396.8	-5.4%
Koszty sprzedaży	9.5	9.2	-2.2%	39.6	38.0	-4.0%
Koszty administracyjne	25.7	25.8	0.3%	98.2	96.1	-2.2%

Dane operacyjne	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Produkcja [mln ton]	2.4	2.0	-14.2%	8.7	8.5	-2.8%
Sprzedaż [mln ton]	2.5	2.2	-12.4%	8.9	8.3	-6.0%
Zapasy [mln ton]	0.1	0.2	336.4%	0.1	0.2	336.4%
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	218.9	220.5	0.8%			
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	136.9	145.5	6.3%			

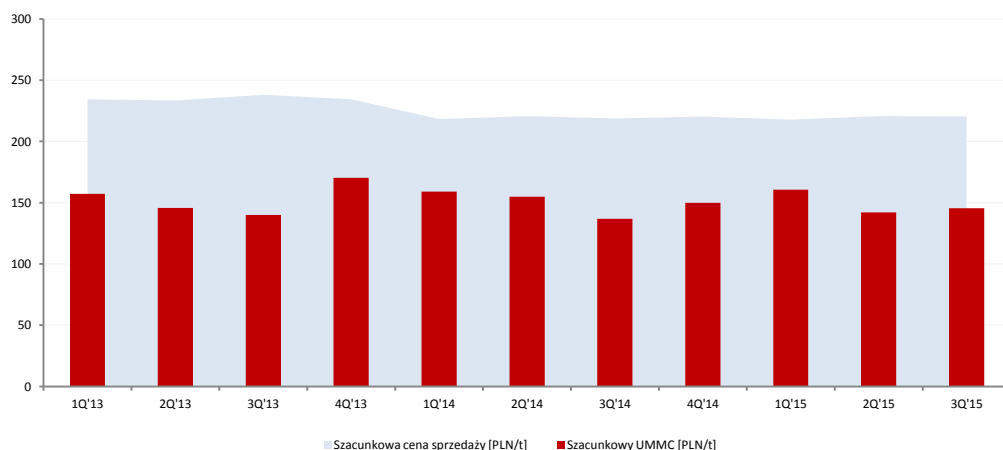
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA na tle CF netto w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



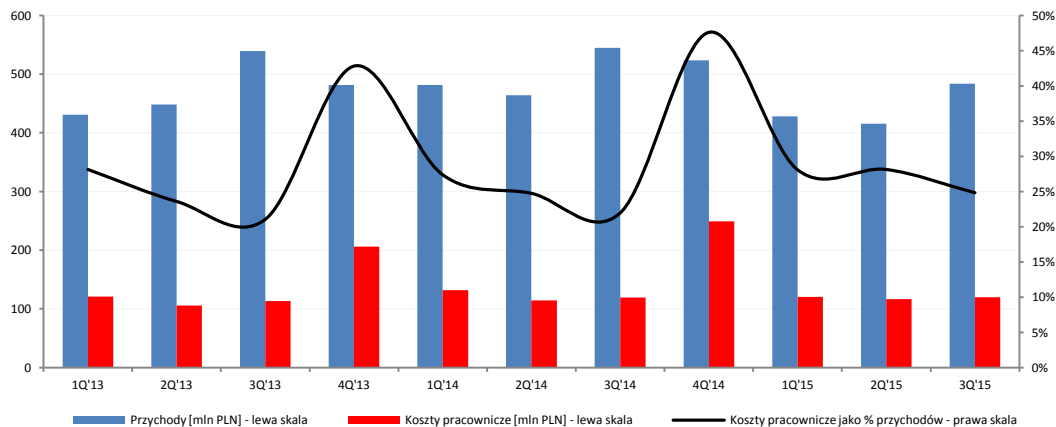
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnie ceny sprzedaży węgla oraz szacunkowy UMMC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CELE OPERACYJNE SPÓŁKI

W związku z przejęciem pakietu kontrolnego przez Enea liczymy się ze zmianami poniższych celów średnioterminowych, które przedstawiano na ostatnich konferencjach wynikowych.

Władze spółki podczas konferencji wynikowej za 3Q'15 podtrzymały plan sprzedaży na 2015 rok na poziomie ok. 8.5 mln ton (z racji wcześniejszych umów okres 2H'15 ma być lepszy niż 1H'15). Kłopoty Bogdanki z uplasowaniem większych wolumenów w Polsce są efektem mniejszej kontraktacji ze strony podmiotów, nad którymi kontrolę sprawuje Skarb Państwa. Oceniamy, że ubytek sprzedaży w 2015 roku wynosi dla Bogdanki ponad 1 mln ton węgla.

W 2015 roku, jak podaje sama spółka, w obliczu ostrzejszej konkurencji na rynku krajowym dokonano wzmocnienia zespołów handlowych i w przyszłości planowane jest zwiększenie znaczenia małych i średnich odbiorców w bazie kontrahentów. Dodatkowo spółka stara się umieścić część wolumenów na rynkach eksportowych (m.in. trwają rozmowy z potencjalnymi odbiorcami z Ukrainy). Nie spodziewamy w modelu istotnych wolumenów sprzedanych na eksport.

W związku z trudnym otoczeniem rynkowym na rynku węgla energetycznego spółka zdecydowała się na przeprowadzenie korekt w strategii działania przyjmując obecnie do realizacji „scenariusz konserwatywny”. Kluczowe trzy kierunki działań na 2015 rok to:

- optymalizacji planu produkcyjnego do warunków rynkowych (ok. 8.5 mln ton w 2015 roku przy utrzymywanych zdolnościach produkcyjnych na poziomie 10.5-11.5 mln ton); redukcja prac przygotowawczych do ok. 23.6 km (czyli mniej o 6.2 km względem 2014 roku);
- spadek zatrudnienia stałego (zwolniono 300 osób wg stanu na koniec lipca'15 względem końca 2014 roku), dodatkowo planowana jest redukcja średniego poziomu wynagrodzenia (utrzymanie przeciętnego wynagrodzenia na poziomie z 2013 roku z możliwością jednorazowej premii na koniec roku zależnie od sytuacji finansowej i kontraktacji na 2016 rok) oraz ograniczenie usług outsourcingowych;
- ograniczenie nakładów inwestycyjnych.

W dalszym horyzoncie czasowym, jeśli otoczenie rynkowe nie ulegnie poprawie, władze spółki zasygnalizowały realizację drugiego etapu programu restrukturyzacji, w tym m.in.:

- zmniejszenie kosztów stałych w oparciu o plan produkcyjny na poziomie 8 - 8,5 mln ton w latach 2016 - 2020 (zmniejszenie średniej liczby ścian z 6 w 2014 roku do 4 w 2017; zmniejszenie liczby oddziałów produkcyjnych z 6 do 4; redukcja liczby oddziałów przygotowawczych z 5 do 3);
- dalszą optymalizację zatrudnienia stałego uwzględniając poziom produkcji oraz elastyczne korzystanie z umów na usługi outsourcingowe;
- modyfikację mixu ścianowego zakładając zwiększenie produkcji ze ścian kombajnowych w stosunku do niskich ścian strugowych;
- obniżenie średniorocznego Capexu z 600 mln PLN (strategia 2013) do 340 mln PLN w latach 2016 – 2020.

Wdrożenie drugiego etapu restrukturyzacji wg nas nie nastąpi z uwagi na prawdopodobne wyższe wolumeny sprzedaży węgla już w 2016 roku.

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2016 ROK I KOLEJNE OKRESY

Okres 1H'15 przyniósł zaostrenie walki cenowej na krajowym rynku węgla energetycznego, co skutkowało bardzo silnymi spadkami cen węgla oferowanego dla energetyki (szczególny efekt podaży ze strony KW). Najniższy odczyt indeksu PSCMI1 był w maju'15 i wskazywał, że średnia ważona cena miałow była na poziomie niespełna 198.7 PLN/t (9.08 PLN/GJ). Kolejne miesięczne dane przyniosły już lekką korektę w górę względem maja'15 (mniejsza presja agresywnej podaży z KW) jednak jest to nadal długoterminowy trend spadkowy. Średni odczyt PSCMI1 za 3Q'15 wyniósł 217.45 PLN, co oznaczało spadek o 14 PLN/t r/r. W październiku'15 indeks był na poziomie 219 PLN/t (-11.5 PLN/t r/r).

Tak jak wskazywaliśmy już w poprzednim raporcie z sierpnia'15, liczymy że zakończył się najostrejszy okres walki cenowej stosowanej przez KW na polskim rynku. W skład Nowej KW (NKW) wejdzie prawdopodobnie 11 kopalń. Zamiarem rządu jest zakończenie prac związanych z powołaniem nowego podmiotu do końca 1Q'16. Minister energii zapowiedział, że spółki energetyczne, jako blisko związane z górnictwem mogą być w naturalny sposób zaangażowane kapitałowo w powstanie NKW (choć prawdopodobnie nie będą jedynymi udziałowcami). Oceniamy, że działania właściciela będą zdeterminowane do zapewnienia płynności śląskim kopalniom.

Należy mieć świadomość, że rynek wewnętrzny będzie dalej bardzo wymagający dla producentów węgla w Polsce, a ceny z portów ARA spadły poniżej pułapu 50 USD/t i nadal nie pozwalają na wprowadzanie podwyżek cen. Ostatnie odczyty z ARA z końca listopada i grudnia wskazują na akceptowalne ceny w okolicy ok. 47-48 USD/t. Sądymy, że dynamika spadków nie ulegnie już powiększeniu i próg 50 USD/t będzie jednak silnym punktem odniesienia w kolejnych kwartałach 2016 roku. W końcówce grudnia'15 ceny węgla energetycznego z ARA wynosiły niespełna 48.2 USD/t, co w przeliczeniu daje ok. 185 PLN/t (w Polsce odczyt za październik'15 indeksu PSCMI wynosił prawie 219 PLN/t).

Na poniższym wykresie znajdują się średnie ceny węgla energetycznego z portów ARA, indeks z krajowego rynku obrazujący średnie ceny płacone przez polską energetykę oraz średnie ceny sprzedaży przez LWB. Zwracamy uwagę, że stabilne ceny sprzedaży Bogdanki w 2015 roku są pochodną wcześniejszych zapisów umów handlowych.

Średnie ceny sprzedaży węgla przez LWB na tle indeksów ARA oraz PSCMI (polska energetyka)



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., Bloomberg, ARP, spółka

Na 2015 rok zakładamy, że spółka sprzeda ok. 8.5 mln ton węgla, tym samym okres 4Q'15 powinien być najlepszym kwartałem sprzedażowym w skali 2015 roku. Średnia cena sprzedaży w 2015 roku w naszym modelu wynosi ok. 217 PLN/t. Dzięki prowadzonej optymalizacji kosztów i płaskim cenom sprzedaży węgla spółka wg nas powinna wykazać EBITDA za 2015 rok na poziomie prawie 618 mln PLN.

W poprzednim raporcie z sierpnia'15 spodziewaliśmy się, że 2016 rok będzie zdecydowanie trudniejszy dla spółki. Wejście w skład grupy kapitałowej Enea zwiększa naszym zdaniem prawdopodobieństwo znaczącego wzrostu produkcji i sprzedaży względem 2015 roku. Na 2016 rok ujmujemy w modelu wzrost sprzedaży węgla do 9.1 mln ton, a w 2017 roku do 9.5 mln ton. Oceniamy, że dalsze zwiększenie produkcji będzie wymagało korekty działań oszczędnościowych (co na obecnym etapie podwyższonej niepewności jest zbyt wczesne). Dlatego w kolejnych latach prognozy utrzymujemy poziom sprzedaży i produkcji na pułapie 9.5 mln ton w skali roku.

Większym ryzykiem błędu aniżeli wolumeny produkcji i sprzedaży na 2016-2017 są naszym zdaniem cenniki. Oceniamy, że już w 1Q'16 będzie widać znaczącą erozję uzyskiwanych cen, co będzie pochodną aktualizacją wcześniejszych umów handlowych z odbiorcami. Przyjęliśmy w modelu dość istotny spadek średnich cen sprzedaży w 2016 roku do poziomu 181.1 PLN/t. na rok 2017 ujęliśmy dalszy spadek średnich cen do 180 PLN/t. Kolejne lata w modelu ujmują stopniową odbudowę cen sprzedawanego węgla.

Tym samym spodziewamy się, że przychody w 2016 roku spadną o ok. 192 mln PLN r/r. Taki scenariusz będzie wymuszał utrzymanie dyscypliny kosztowej. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że EBITDA za 2016 rok spadnie o ok. 183 mln PLN do poziomu niespełna 435 mln PLN. W 2017 roku utrzymujemy scenariusz niskich i płaskich cen węgla oraz wzrost wolumenu sprzedaży do 9.5 mln PLN. Tym samym EBITDA na 2017 rok w wg naszych założeń powinna wynieść prawie 470 mln PLN. Rok 2018 jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników przy stałym poziomie sprzedaży 9.5 mln ton rocznie (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów i mamy nadzieję, że w przyszłości będzie to istotny impuls do podniesienia naszych założeń).

Oczekujemy, że powinno dojść do wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałow węglowych na potrzeby energetyczne (czemu sprzyja wejście do grupy Enea). Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka nie tylko odzyska wolumeny utracone w 2015 roku na krajowym rynku ale i prawdopodobnie znacznie je zwiększy (czego na obecnym etapie jeszcze nie uwzględniamy w modelu). Nie spodziewamy się aby kopalnie śląskie wchodzące w skład przyszłej NKW i KHW w dłuższym terminie były w stanie wypierać węgiel energetyczny z Bogdanki. Należy mieć na uwadze, że warunki geologiczne w śląskich kopalniach są bardzo trudne aby móc wydobywać konkurencyjnie węgiel energetyczny (dodatkowo przerost zatrudnienia).

Szczegółowe założenia do modelu

Rachunek wyników	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	428.3	415.3	483.4	513.4	381.6	377.9	430.6	458.1	1899.8	2013.6	1840.4	1648.2	1692.8	1732.4	1777.7	1832.3
EBITDA	144.4	147.4	166.3	159.7	157.9	114.8	79.8	82.3	754.9	750.0	617.9	434.9	469.4	474.0	520.1	567.9
EBIT	48.2	53.2	73.2	67.8	67.7	24.7	-10.2	-7.9	424.8	362.3	242.3	74.2	99.7	101.3	143.8	187.2
Saldo finansowe	-5.5	-2.6	-2.3	-3.9	-4.3	-4.3	-4.3	-4.3	-11.1	-16.5	-14.2	-17.2	-21.7	-21.8	-21.5	-21.2
Wynik netto	32.5	42.8	56.7	51.8	51.3	16.5	-11.8	-9.9	329.4	272.8	183.8	46.2	63.1	64.4	99.0	134.5
Struktura kosztów	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Amortyzacja	95.0	92.9	91.8	92.0	90.3	90.2	90.0	90.2	330.1	387.6	371.7	360.6	369.8	372.7	376.3	380.7
Zużycie mat i energii oraz usługi obce	106.6	86.7	96.9	99.8	90.6	89.9	100.1	114.3	498.1	466.9	390.0	394.9	420.4	433.0	438.5	442.9
Usługi obce	89.7	79.4	94.6	130.7	98.2	99.7	108.9	133.8	458.3	503.8	394.5	440.6	462.1	464.4	470.2	474.9
Świadczenia pracownicze	120.2	116.8	119.9	207.7	109.3	109.6	117.9	205.4	546.3	614.9	564.6	542.2	586.6	604.2	617.9	630.3
Koszty reprezentacji i reklamy	2.2	2.0	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	7.6	7.7	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Podatki i opłaty	9.7	7.5	9.5	10.5	9.7	7.5	9.5	10.5	34.3	37.7	37.2	37.2	37.3	37.3	37.3	37.4
Pozostałe koszty	15.1	0.9	4.2	13.5	5.0	5.0	5.0	13.5	20.3	21.1	33.7	28.5	23.2	22.0	22.0	22.0
Koszty rodzajowe	438.5	386.0	418.4	556.2	405.1	403.8	433.4	569.8	1894.9	2039.9	1799.1	1812.1	1907.3	1941.6	1970.3	1996.2
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-52.7	-42.2	-43.2	-106.0	-44.8	-42.2	-43.2	-100.7	-328.7	-339.3	-244.1	-230.9	-251.7	-265.5	-277.5	-289.9
Rozliczenia międzyokresowe	3.5	19.1	18.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.8	41.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-17.5	-15.4	-15.7	-19.4	-14.8	-13.8	-14.8	-16.8	-99.7	-92.5	-68.1	-60.2	-66.7	-69.1	-71.2	-73.4
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	18.5	8.4	1.3	0.0	15.0	5.0	2.0	-5.0	0.0	16.2	28.1	17.0	16.0	0.0	0.0	0.0
Całkowite koszty produkcji	390.3	355.9	379.1	430.8	360.5	352.8	377.4	447.3	1466.5	1621.6	1556.1	1538.0	1604.9	1607.0	1621.7	1632.8
Zmiana stanu produktów	-9.6	2.1	24.9	11.5	-49.8	-3.0	60.1	15.3	-32.7	0.4	29.0	22.6	-25.1	10.7	-1.1	-1.1
Wartość sprzedanych tow. i materiałów	2.3	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	10.2	12.0	12.1	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4
Koszt własny produkcji sprzedanej	383.0	361.1	407.4	445.7	314.0	353.2	440.8	465.9	1444.0	1634.0	1597.2	1573.9	1593.2	1631.1	1633.9	1645.0
Koszt sprzedanych produktów, tow. i mat	350.5	329.3	372.4	409.4	282.8	322.5	405.6	429.9	1305.3	1497.1	1461.5	1440.8	1461.0	1498.1	1500.5	1511.1
Koszty sprzedaży	9.4	9.4	9.2	10.4	8.6	8.8	10.1	10.8	43.7	39.7	38.4	38.3	39.7	40.1	40.1	40.1
Koszty administracyjne	23.1	22.5	25.8	25.9	22.5	21.9	25.1	25.2	95.1	97.2	97.3	94.9	92.5	92.9	93.4	93.9
Dane operacyjne	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Produkcja [mln ton]	2.0	1.9	2.0	2.4	2.2	2.1	2.3	2.5	8.3	9.2	8.4	9.0	9.5	9.5	9.5	9.5
Sprzedaż [mln ton]	1.9	1.9	2.2	2.5	2.0	2.1	2.4	2.6	8.1	9.2	8.5	9.1	9.4	9.5	9.5	9.5
Zapasy [mln ton]	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	217.9	220.8	220.5	210.5	185.5	180.5	179.5	179.5	235.3	219.6	217.1	181.1	180.0	183.0	188.0	194.0
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia (UMCC) [PLN/t]	160.5	142.0	145.5	153.0	137.9	138.4	139.3	153.8	153.2	149.9	150.5	142.8	143.1	143.3	144.3	145.3

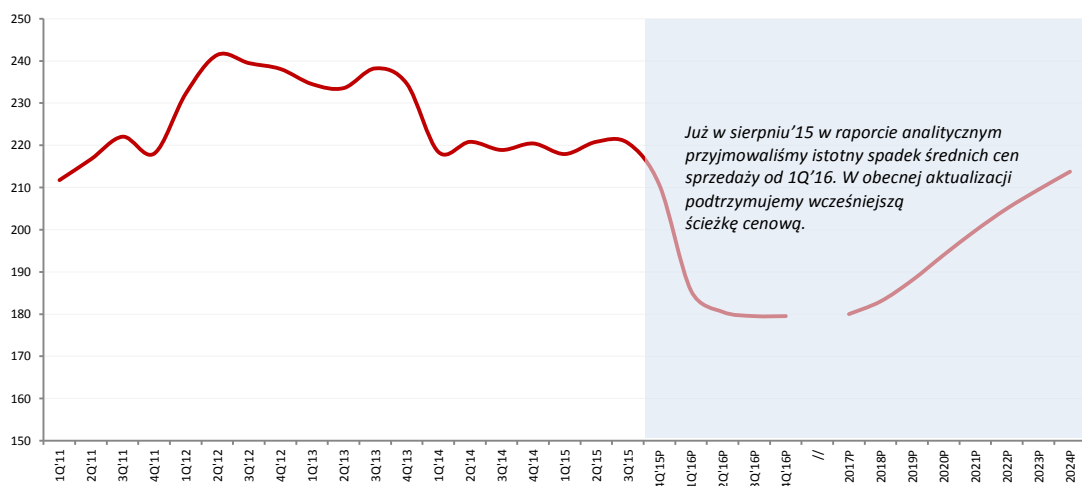
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w porównaniu do raportu analitycznego z sierpnia'15

	2015 stara	2015 nowa	zmiana	2016 stara	2016 nowa	zmiana	2017 stara	2017 nowa		2018 stara	2018 nowa	
Przychody	1760.8	1840.4	4.5%	1493.2	1648.2	10.4%	1454	1692.8	16.4%	1384.7	1732.4	25.1%
EBITDA	605.6	617.9	2.0%	447.6	434.9	-2.8%	447.2	469.4	5.0%	436.4	474.0	8.6%
EBIT	230.9	242.3	4.9%	77.8	74.2	-4.6%	78.6	99.7	26.8%	69.8	101.3	45.2%
Wynik netto	174.2	183.8	5.5%	48.1	46.2	-4.0%	45.7	63.1	38.1%	39.5	64.4	63.1%
Produkcja [mln ton]	8.1	8.36	3.2%	8.1	9.01	11.3%	8	9.45	18.2%	7.5	9.45	26.0%
Sprzedaż [mln ton]	8.2	8.46	3.2%	8	9.06	13.3%	8	9.40	17.5%	7.5	9.48	26.3%
Zapasy [mln ton]	0.2	0.20	1.9%	0.3	0.16	-47.8%	0.3	0.21	-30.3%	0.3	0.19	-37.8%
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	214	217.10	1.4%	185	181.12	-2.1%	180	180.02	0.0%	182.5	183.02	0.3%
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia [PLN/t]	146.1	150.47	3.0%	143.3	142.81	-0.3%	137.5	143.12	4.1%	137.8	143.31	4.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przyjęta w modelu ścieżka cen sprzedaży węgla przez spółkę [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO

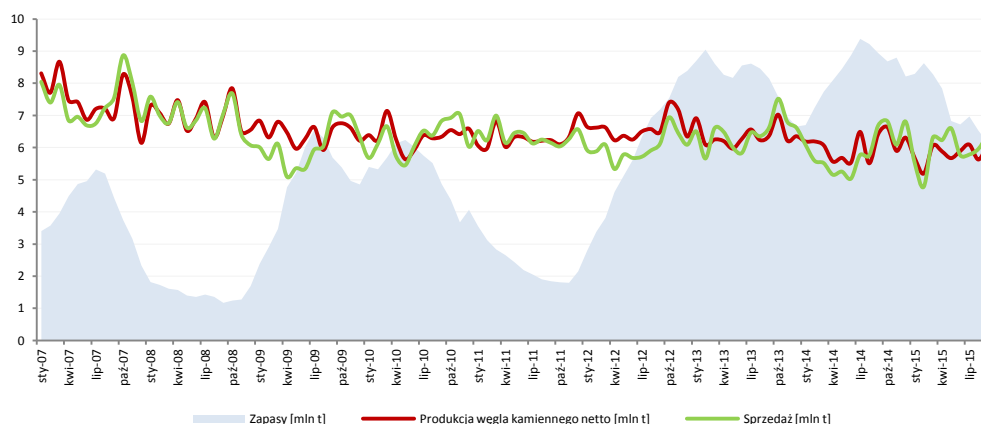
W 1-3Q'15 wydobycie węgla kamiennego w Polsce ogółem wyniosło 50.49 mln ton, z czego węgiel energetyczny stanowił ok. 40.7 mln ton (w omawianym okresie nastąpił wzrost wydobycia węgla koksowego i spadek wydobycia węgla energetycznego). W samym 3Q'15 wydobycie węgla kamiennego wyniosło 17.23 mln ton, z kolei sprzedaż ok. 17.34 mln ton.

Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]

	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
2012	2.8	3.4	3.8	4.6	5.1	5.6	6.3	6.9	7.2	7.5	8.2	8.4
2013	8.7	9.1	8.6	8.3	8.2	8.6	8.6	8.5	8.1	7.6	7.0	6.7
2014	6.7	7.2	7.7	8.1	8.5	8.9	9.4	9.2	8.9	8.7	8.8	8.2
2015	8.3	8.6	8.3	7.8	6.8	6.7	7.0	6.5				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]



W 2Q'15 nastąpił wyraźny spadek raportowanych zapasów węgla kamiennego w krajowych kopalniach. Na koniec czerwca'15 stan zapasów wynosił ok. 6.72 mln ton. Na koniec września szacunkowy stan zapasów spadł do 5.8 mln ton. Jednocześnie należy mieć na uwadze wzrost zapasów węgla energetycznego na składach w elektrowniach.

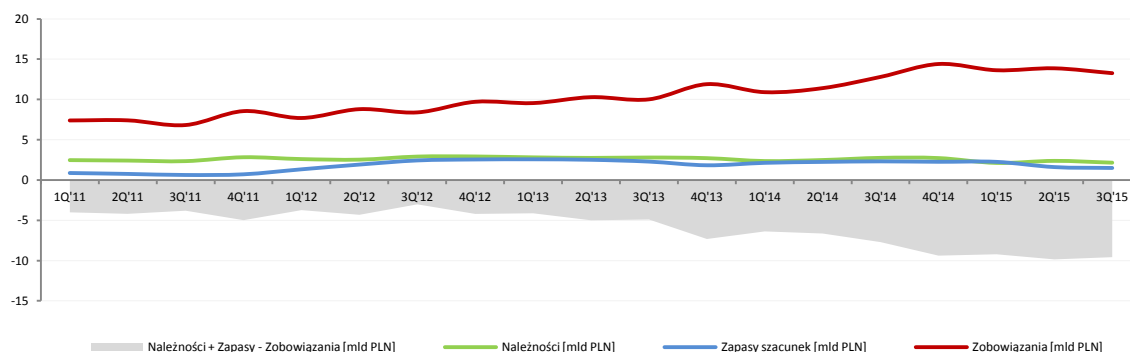
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

Krajowa sprzedaż węgla kamiennego [mln ton]

	1H'15
Krajowa sprzedaż węgla kamiennego	30.8
Energetyka zawodowa i przemysłowa	18.3
Ciepłownie zawodowe i niezawodowe	2.0
Inni odbiorcy przemysłowi	0.2
Koksownie	5.3
Pozostali	5.0
Eksport węgla kamiennego	4.8

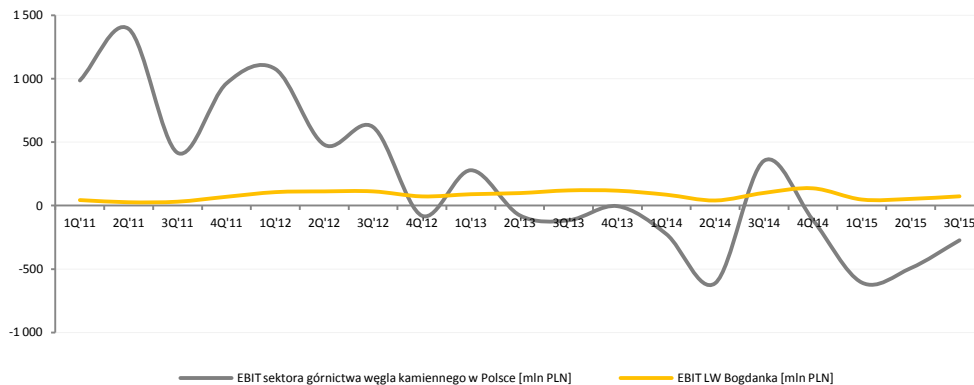
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARP

Saldo zobowiązań i należności oraz wartość zapasów w kopalniach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

Wynik EBIT LW Bogdanka na tle wyniku EBIT sektora górnictwa w Polsce (raportowane przez MG)



* w 3Q'14 dodatni wynik EBIT sektora wynikał z ujęcia księgowego (JSW kupiło od KW kopalnię)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, dane Ministerstwa Gospodarki

KRAJOWY RYNEK WĘGLA ENERGETYCZNEGO W 1-3Q2015

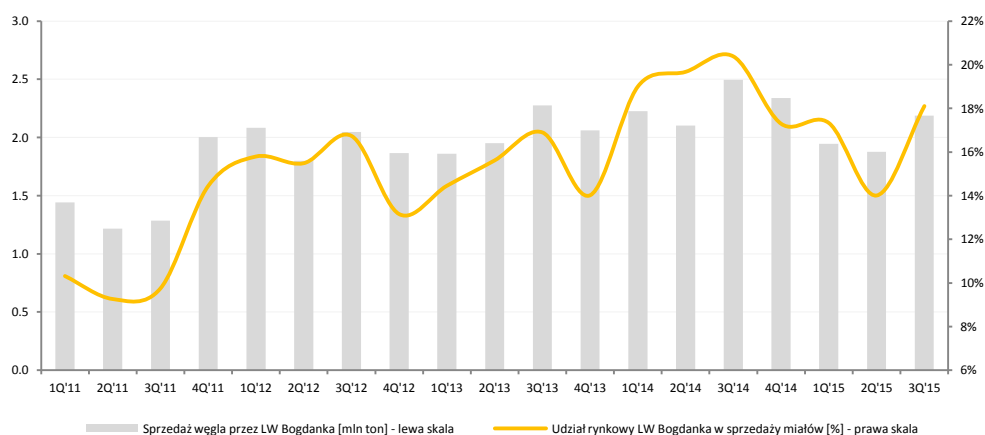
Z danych Ministerstwa Gospodarki wynika, że w 3Q'15 szacunkowa sprzedaż miałów przez krajowe kopalnie wyniosła 12.1 mln ton, czyli była niższa o 160 tys. ton r/ (w okresie 1-3Q'15 sprzedaż miałów wzrosła o ponad 2 mln ton; należy mieć na uwadze gwałtowną wyprzedaż zapasów m.in. z KW w okresie 1H'15). Dane operacyjne LW Bogdanka wskazują, że sprzedaż węgla przez spółkę w 3Q'15 wyniosła 2.19 mln ton, czyli spadła o 311 tys. ton, tj. o 12.4% r/r (w okresie 1-3Q'15 sprzedaż Bogdanki spadła o 814 tys. ton).

Produkcja i sprzedaż węgla energetycznego przez krajowe kopalnie

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r [mln ton]	zmiana r/r [%]	1-3Q'14	1-3Q'15	zmiana r/r [mln ton]	zmiana r/r [%]
Wydobycie węgla energetyczny	14.7	13.9	-0.79	-5.4%	43.1	40.7	-2.40	-5.6%
Sprzedaż węgla energetyczny	14.3	14.1	-0.25	-1.7%	40.3	42.2	1.85	4.6%
sortymenty grube	1.1	1.1	-0.04	-3.5%	3.2	3.0	-0.17	-5.5%
sortymenty średnie i drobne	0.6	0.5	-0.07	-11.5%	1.6	1.6	-0.02	-1.5%
miały	12.2	12.1	-0.16	-1.3%	34.6	36.7	2.07	6.0%
pozostałe sortymenty	0.3	0.4	0.03	7.7%	0.9	0.9	-0.02	-1.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki

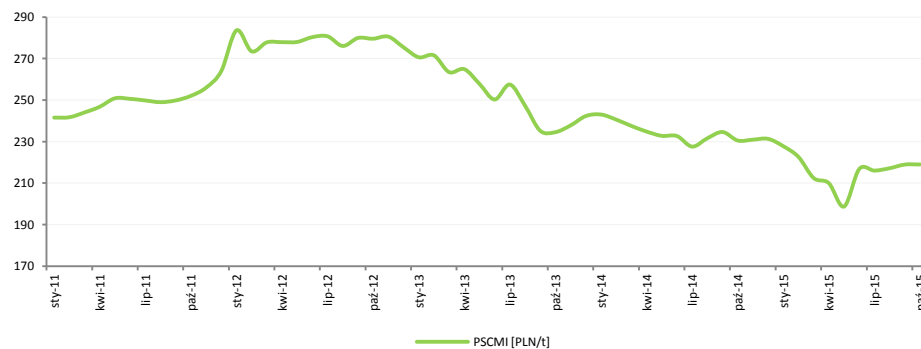
Udział rynkowy LW Bogdanka w sprzedaży miałów węglowych wyprodukowanych w Polsce



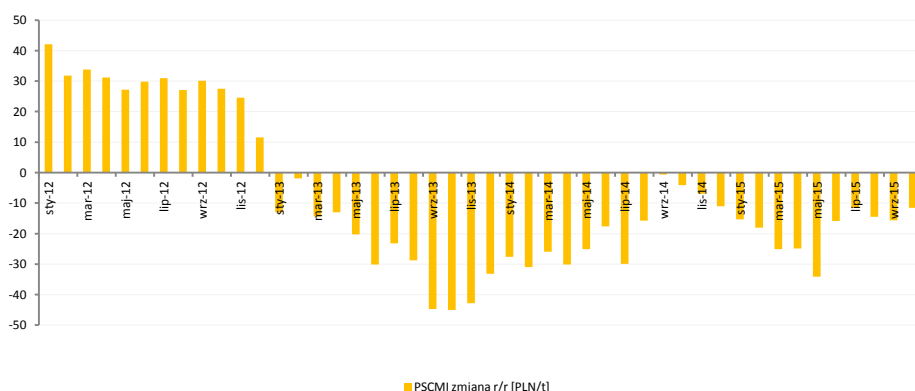
Od 3Q'14 LW Bogdanka wyraźnie traci udziały rynkowe w sprzedaży miałów węglowych. Jest to skutek m.in. agresywnych działań sprzedażowych KW.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Ministerstwa Gospodarki

Indeks cen mialów energetycznych dla energetyki zawodowej i przemysłowej



Indeks PSCMI wskazuje, że średnia ważona cena mialów w okresie 2Q'15 była na poziomie niespełna 209 PLN/t i była niższa o 13 PLN/tq/q. Należy mieć na uwadze, że maj i czerwiec to odczyty pod wyjątkowo dużym wpływem agresywnej polityki wyprzedaży z KW.



Odczyty za 3Q'15 przyniosły odbicie średnich cen względem 2Q'15 jednak jest to nadal ścieżka spadkowa w ujęciu r/r. Średni odczyt za 3Q'15 wyniósł 217.45 PLN, co oznaczało spadek o 14 PLN/t r/r. W październiku indeks wynosił prawie 219 PLN/t (-11.5 PLN/t r/r).

Indeks PSCMI odzwierciedla średnią ważoną cenę netto bez uwzględnienia podatku akcyzowego, w warunkach CFA

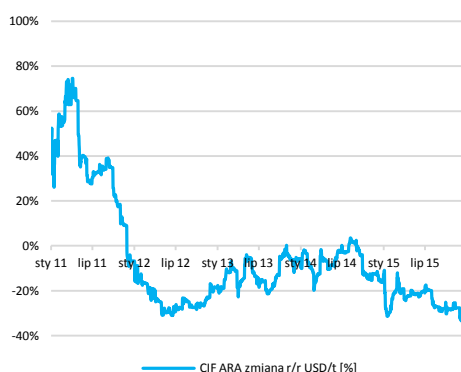
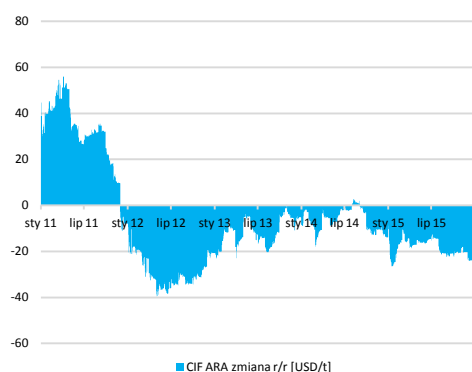
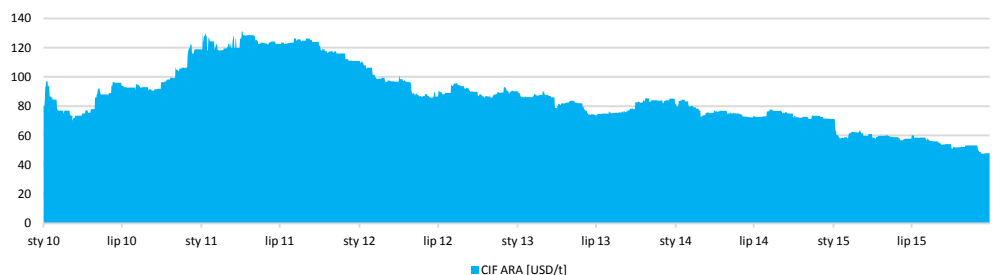
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i TGE

CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE

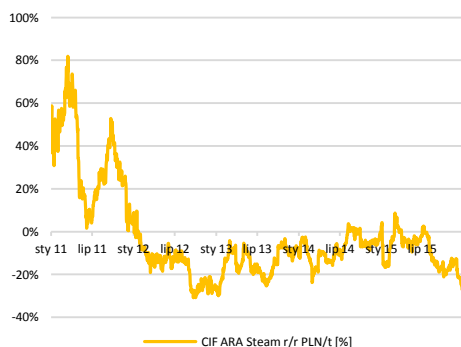
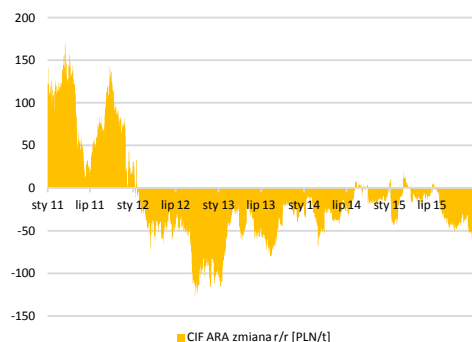
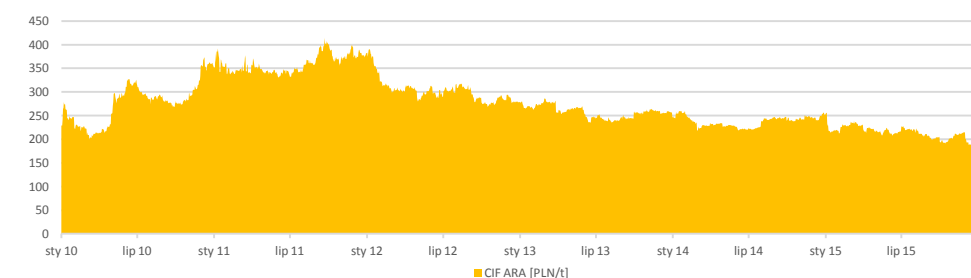
Ceny węgla energetycznego z ARA ulegały systematycznemu (powolnemu) spadkowi w 3Q'15 i 4Q'15 przebijając psychologiczną barierę 50 USD/t. Na początku kwietnia ceny wahały się tuż poniżej 60 USD/t i kolejne miesiące przynosiły powolne osuwanie w dół. Na przełomie września i października nastąpiło zbliżenie cen do pułapu niewiele ponad 50 USD/t. Ostatnie odczyty z końca listopada i grudnia wskazują na ceny w okolicy ok. 47-48 USD/t. Sądzymy, że dynamika spadków nie ulegnie już powiększeniu i próg 50 USD/t będzie jednak silnym punktem odniesienia w kolejnych kwartałach.

W końcówce grudnia'15 ceny węgla energetycznego z ARA wynoszą niespełna 482 USD/t, co w przeliczeniu daje ok. 185 PLN/t (w Polsce odczyt za październik'15 indeksu PSCMI wynosił prawie 219 PLN/t).

Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w USD)



Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w przeliczeniu na PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	1 835.8	1 899.8	2 013.6	1 840.4	1 648.2	1 692.8	1 732.4	1 777.7	1 832.3	1 884.6	1 932.1	1 973.1	2 011.7
EBITDA	690.0	754.9	750.0	617.9	434.9	469.4	474.0	520.1	567.9	603.2	635.6	660.7	683.1
EBIT	389.2	424.8	362.3	242.3	74.2	99.7	101.3	143.8	187.2	217.2	243.6	262.7	279.2
Saldo finansowe	-7.1	-11.1	-16.5	-14.2	-17.2	-21.7	-21.8	-21.5	-21.2	-21.1	-21.1	-21.0	-21.0
Wynik przed opodatkowaniem	382.1	413.7	345.9	228.1	57.0	77.9	79.5	122.3	166.0	196.1	222.5	241.7	258.2
Wynik netto	309.0	329.7	272.4	183.9	46.2	63.1	64.4	99.0	134.5	158.9	180.2	195.8	209.2
przypadający na akcjonariuszy dom.	308.6	329.4	272.8	183.8	46.2	63.1	64.4	99.0	134.5	158.9	180.2	195.8	209.2
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	3 063.7	3 274.0	3 730.2	3 596.2	3 606.4	3 634.4	3 668.8	3 710.3	3 760.2	3 817.1	3 874.4	3 930.2	3 989.1
RZAT	2 969.8	3 169.7	3 613.2	3 479.2	3 489.3	3 517.4	3 551.8	3 593.2	3 643.1	3 700.1	3 757.4	3 813.2	3 872.1
WNiP	23.1	23.1	24.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3
Aktywa z tyt. odroczonego podatku	1.9	1.8	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Należności handlowe	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Środki pieniężne (fundusz likwidacyjny)	68.0	77.9	88.8	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9
Aktywa obrotowe	421.5	570.1	634.3	603.8	556.9	573.9	578.8	611.6	630.8	640.4	652.0	663.4	673.2
Zapasy	55.4	111.5	132.5	97.4	74.8	99.9	89.2	90.3	91.5	92.6	93.8	94.9	96.0
Należności handlowe	238.6	244.7	300.6	277.3	270.9	278.3	284.8	292.2	301.2	309.8	317.6	324.3	330.7
Nadpłacony podatek	7.0	1.9	5.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Środki pieniężne	120.6	212.0	195.5	224.7	206.8	191.4	200.5	224.7	233.8	233.7	236.3	239.8	242.1
Aktywa Razem	3 485.2	3 844.1	4 364.4	4 199.9	4 163.3	4 208.3	4 247.7	4 321.9	4 391.0	4 457.5	4 526.4	4 593.6	4 662.3
Kapitały własne	2 296.4	2 455.5	2 523.8	2 590.8	2 585.8	2 625.8	2 658.7	2 725.5	2 785.7	2 843.7	2 904.8	2 965.4	3 027.7
Zobowiązania dł term	773.1	579.6	1 171.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3	1 168.3
Kredyty i pożyczki	421.0	0.0	13.2	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
Zobowiązania podatkowe	75.1	99.8	114.2	114.6	114.6	114.6	114.6	114.6	114.6	114.6	114.6	114.6	114.6
Rezerwy z tyt pracowniczych	152.1	160.5	186.2	191.5	191.5	191.5	191.5	191.5	191.5	191.5	191.5	191.5	191.5
Rezerwy pozostałe	89.9	85.3	123.6	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7
Zobow z tyt obligacji	0.0	200.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0
Pozostałe	35.1	34.1	34.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
Zobowiązania kr term	415.7	809.0	669.3	440.8	409.2	414.3	420.7	428.1	437.0	445.5	453.3	459.9	466.2
Kredyty i pożyczki	20.0	421.0	100.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Rezerwy z tyt pracowniczych	40.6	39.6	40.5	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8
Zobowiązania podatkowe	0.0	0.1	73.6	84.7	84.7	84.7	84.7	84.7	84.7	84.7	84.7	84.7	84.7
Zobowiązania handlowe	309.1	277.3	453.2	302.5	270.9	276.0	282.4	289.8	298.7	307.2	315.0	321.6	327.9
Pozostałe	46.0	71.1	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Razem zobowiązania	1 188.8	1 388.6	1 840.6	1 609.1	1 577.5	1 582.5	1 589.0	1 596.4	1 605.3	1 613.8	1 621.5	1 628.2	1 634.5
Pasywa razem	3 485.2	3 844.1	4 364.4	4 199.9	4 163.3	4 208.3	4 247.7	4 321.9	4 391.0	4 457.5	4 526.4	4 593.6	4 662.3
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	661.7	726.0	712.9	638.7	404.2	405.5	447.8	474.2	513.9	543.6	571.0	592.5	611.8
CF inwestycyjny	-604.7	-639.2	-716.9	-390.1	-370.8	-397.8	-407.1	-417.8	-430.6	-442.9	-449.2	-453.8	-462.7
CF finansowy	-39.3	4.6	-12.5	-219.4	-51.2	-23.1	-31.6	-32.2	-74.3	-100.9	-119.1	-135.2	-146.8
Zmiana stanu środków pieniężnych	17.7	91.5	-16.5	29.2	-17.9	-15.4	9.1	24.2	9.1	-0.1	2.6	3.5	2.3
Środki pieniężne sop	102.8	120.6	212.0	195.5	224.7	206.8	191.4	200.5	224.7	233.8	233.7	236.3	239.8
Środki pieniężne eop	120.6	212.0	195.5	224.7	206.8	191.4	200.5	224.7	233.8	233.7	236.3	239.8	242.1

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena akcji	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55	32.55
Liczba akcji	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14
Mkt Cap [mln PLN]	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111	1 111
P/E	3.6x	3.4x	4.1x	6.0x	24.1x	17.6x	17.2x	11.2x	8.3x	7.0x	6.2x	5.7x	5.3x
EV/EBITDA	2.1x	2.0x	2.3x	2.6x	3.7x	3.5x	3.4x	3.1x	2.8x	2.6x	2.5x	2.4x	2.3x
EV/EBIT	3.7x	3.6x	4.8x	6.6x	21.9x	16.5x	16.1x	11.2x	8.5x	7.4x	6.5x	6.1x	5.7x
P/BV	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
EV [mln PLN]	1 432	1 525	1 730	1 607	1 625	1 640	1 631	1 607	1 598	1 598	1 595	1 592	1 590
Dług netto [mln PLN]	320	414	619	496	514	529	520	496	487	487	484	481	478
Dług %	441	626	814	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
Środki pieniężne	121	212	195	225	207	191	201	225	234	234	236	240	242
Zobowiązania pracownicze	193	200	227	241	241	241	241	241	241	241	241	241	241
Dług netto/EBITDA	0.46x	0.55x	0.82x	0.80x	1.18x	1.13x	1.10x	0.95x	0.86x	0.81x	0.76x	0.73x	0.70x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	0.92x	1.09x	1.39x	1.56x	2.21x	2.05x	2.03x	1.85x	1.69x	1.59x	1.51x	1.46x	1.41x
DPS [PLN]	4.0	5.0	5.8	3.5	1.5	0.7	0.9	0.9	2.2	3.0	3.5	4.0	4.3
Div yield	12%	15%	18%	11%	5%	2%	3%	3%	7%	9%	11%	12%	13%
Dane operacyjne	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Produkcja [mln ton]	7.78	8.35	9.19	8.36	9.01	9.45	9.45	9.48	9.48	9.48	9.48	9.48	9.48
Sprzedaż [mln ton]	7.80	8.15	9.16	8.46	9.06	9.40	9.48	9.48	9.48	9.48	9.48	9.48	9.48
Zapasy [mln ton]	0.02	0.22	0.31	0.20	0.16	0.21	0.19	0.19	0.19	0.19	0.20	0.20	0.20
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	237.3	235.3	219.6	217.1	181.1	180.0	183.0	188.0	194.0	199.8	205.0	209.5	213.8
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	159.9	153.2	149.9	150.5	142.8	143.1	143.3	144.3	145.3	147.3	149.1	151.0	152.8

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	39.8	kupuj	42.36	05.01.2016	32.55	45 357
kupuj	42.36 (+3.5 DPS)	(wznowienie)	---	28.08.2015	37.8	50 037
redukuj	103,90	trzymaj	115,50	13.05.2013	116,00	44 895
trzymaj	115,50	akumuluj	121,50	07.09.2012	121,00	40 152
akumuluj	121,50	trzymaj	112,10	12.01.2011	109,00	38 033
trzymaj	112,10	akumuluj	105,90	03.11.2011	113,00	41 068
akumuluj	105,90	akumuluj	124,60	05.08.2011	93,00	43 695
akumuluj	124,60	akumuluj	140,30	26.05.2011	113,30	49 243
akumuluj	140,30	akumuluj	119,20	11.04.2011	126,00	49 870
akumuluj	119,20	akumuluj	88,50	17.11.2010	106,50	46 456
akumuluj	88,50	akumuluj	-	13.09.2010	82,20	42 167

* autorem raportów analitycznych na temat Bogdanki w okresie 13.09.2010-13.05.2013 był Krzysztof Zarychta

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 05.01.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.01.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 05.01.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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 ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.