



Dom Maklerski BDM S.A.

LW BOGDANKA

RAPORT ANALITYCZNY

Bardzo podoba nam się słowo klucz dla przyszłości Bogdanki, czyli **ELASTYCZNOŚĆ**. Z obecnej perspektywy inwestora mniejszościowego podstawowe znaczenie ma jednak umieszczenie w nowej strategii rozwoju szeregu inwestycji, które będą i mogą być realizowane przez spółkę w obszarze wydobywania.

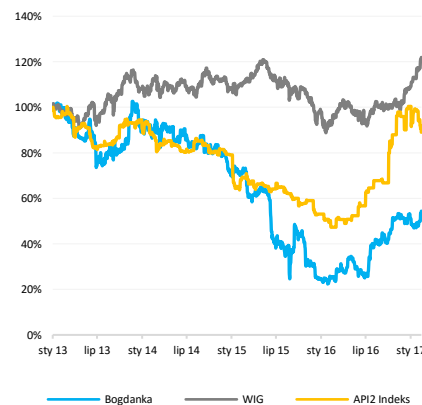
Podsumowując, jesteśmy nadal optymistycznie nastawieni do inwestycji w walory spółki. Na podstawie aktualizacji modelu podnosimy wycenę spółki do **89,49 PLN** i **podtrzymujemy zalecenie KUPUJ** (zaprezentowany scenariusz ze stycznia'16 był bardzo konserwatywny i miał miejsce w otoczeniu krytycznie niskich cen węgla energetycznego na świecie i dużej niepewności związanej z sanacją śląskich kopalń). Przy cenie docelowej **89,49 PLN/akcję**, spółka będzie handlowana na mnożniki **EV/EBITDA** na lata **2017-2019** w okolicy **4,6x**.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że założyliśmy brak wypłaty dywidendy z zysku za 2016 rok. Powrót do wypłaty dywidend przewidujemy od 2018 roku. Władze Bogdanki akcentują, że spółka ma na bilansie zadłużenie z tyt. obligacji (600 mln PLN) i ostateczną decyzję o rekomendacji w zakresie podziału zysku prawdopodobnie przedstawią za ok 3 miesiące. Zwracamy uwagę, że w strategii spółki znajduje się zapis o chęci dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (jeśli będzie na to pozwalała kondycja płynnościowa) na poziomie do 50% jednostkowego zysku netto. Jednocześnie w strategii jest mowa o średnioterminowym i długoterminowym horyzoncie wypłat dywidend (nie ma mowy o tym, że również w krótkim terminie należy oczekiwać dywidend).

Na 2017 rok nie spodziewamy się istotnych zmian w zakresie osiągalnej średniej ceny sprzedaży przez LWB. Również wolumen sprzedaży przyjęliśmy na zbliżonym poziomie (w 2016 roku spodziewamy się, że sprzedaż wyniosła 9,12 mln ton, a w 2017 roku liczymy na ok 9,16 mln ton). Tym samym prognozowane przychody w naszym modelu na 2017 rok wynoszą niespełna 1,79 mld PLN. Dlatego w skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA spółki będzie na poziomie zbliżonym do 2016 roku (liczymy na poprawę wskaźnika uzysku począwszy od 1Q'17). Od roku 2018 uwzględniamy w modelu odbudowę cenników sprzedaży. Zatem wraz z symboliczną poprawą wolumenów sprzedaży (w modelu uwzględniamy zaprezentowany szklany sufit na poziomie 9,3 mln ton węgla w skali roku) spółka powinna pokazać odczuwalny wzrost EBITDA. Z obecnej perspektywy liczymy, że EBITDA w 2018 roku osiągnie pułap 650 mln PLN, a w kolejnych dwóch latach wzrośnie do odpowiednio 700 i 756 mln PLN.

Nasze długoterminowe założenia dla rentowności profilu działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej nowej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki nie przekracza 817 mln PLN.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	2 013,6	1 885,4	1 780,7	1 788,0	1 843,9	1 897,9
Sprzedaż [mln ton]	9,16	8,56	9,12	9,16	9,18	9,19
EBITDA [mln PLN]	750,0	61,5	592,6	596,2	650,1	700,6
EBIT [mln PLN]	362,3	-326,2	235,3	248,2	297,8	344,0
Wynik netto [mln PLN]	272,8	-279,8	180,9	187,7	233,1	273,1
EV/EBITDA (x)	4,2x	48,8x	4,7x	4,4x	3,8x	3,3x
P/E (x)	9,3x	-9,1x	14,1x	13,5x	10,9x	9,3x
DPS [PLN]	5,8	3,5	0,0	0,0	1,6	2,0



KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 89,49 PLN

15 LUTY 2017, 10:48 CEST

Wycena końcowa [PLN]	89,49
Potencjał do wzrostu / spadku	+20%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	74,50
Kapitalizacja [mln PLN]	2 543
Ilość akcji [mln. szt.]	34,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	74,50
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	51,02
Stopa zwrotu za 3 mc	0%
Stopa zwrotu za 6 mc	31%
Stopa zwrotu za 9 mc	74%
Akcjonariat	
Grupa Enea	66%
TFI PZU	10,1%
Pozostali	23,9%

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:

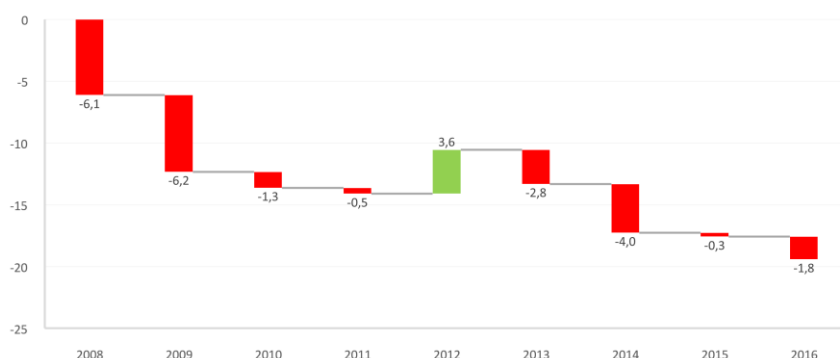
WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'16.....	10
CELE OPERACYJNE SPÓŁKI WEDŁUG NOWEJ STRATEGII	12
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	14
PORÓWNANIE PARAMETRÓW ZE STRATEGII Z ZAŁOŻENIAMI MODELU BDM.....	17
KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO.....	18
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE.....	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na aktualizację modelu dla Bogdanki. Od naszej ostatniej rekomendacji Kupuj ze stycznia'16 wydarzyło się sporo, zarówno w obszarze struktury organizacyjnej grupy Enea jak i sytuacji na rynku węgla (w kraju i na rynkach zagranicznych). Wreszcie spółka w ostatnich dniach przedstawiła zaktualizowaną strategię działania na najbliższe lata.

Bardzo podoba nam się słowo klucz dla przyszłości Bogdanki, czyli ELASTYCZNOŚĆ. Z obecnej perspektywy inwestora mniejszościowego podstawowe znaczenie ma jednak umieszczenie w nowej strategii rozwoju szeregu inwestycji, które będą i mogą być realizowane przez spółkę w obszarze wydobywania. Podkreślamy, że nasze podejście długoterminowe dla Bogdanki oparte jest na fundamentalnym założeniu, że w perspektywie kilkunastu lat dla Bogdanki kluczowa powinna być właśnie elastyczność i tym samym zdolność zapewnienia bezpieczeństwa surowcowego dla krajowej energetyki. Bowiem na złożach znajdujących się na Śląsku nie znajdujemy wystarczającej liczby uzasadnionych biznesowo projektów, które mogą zneutralizować naturalną erozję produkcji z tego obszaru górniczego. Zatem potencjalną lukę podaży miałow węglowych będzie trzeba zapełnić i pierwszym strategicznym wyborem według nas będzie właśnie spółka (obecnie w modelu nie zakładamy produkcji rocznej powyżej 9,3 mln ton).

Postępujący spadek wydobycia węgla kamiennego w Polsce [zmiany w ujęciu rocznym w mln ton]



W Polsce od lat trwa spadek wydobycia węgla kamiennego. W ostatnich latach w bilansie wydobycia wyjątkowy był rok 2012 (wtedy m.in. w Bogdancie nastąpił wzrost produkcji z 5,8 mln ton w 2011 roku do prawie 7,8 mln ton w 2012 roku i ponad 8,3 mln ton w 2013 roku). Ogółem w Polsce wydobycie węgla kamiennego w latach 2007-2016 spadło o niemal 19,5 mln ton.

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

W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA spółki będzie na poziomie zbliżonym do 2016 roku (liczymy na poprawę wskaźnika uzysku począwszy od 1Q'17). Od roku 2018 przyjmujemy w modelu odbudowę cenników sprzedaży. Tym samym wraz z symboliczną poprawą wolumenów sprzedaży (w modelu uwzględniamy zaprezentowany szklany sufit na poziomie 9,3 mln ton węgla w skali roku) spółka powinna pokazać odczuwalny wzrost EBITDA. Z obecnej perspektywy liczymy, że EBITDA w 2018 roku osiągnie pułap 650 mln PLN, a w kolejnych dwóch latach wzrośnie do odpowiednio 700 i 756 mln PLN.

Nasze długoterminowe założenia dla rentowności profilu działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki nie przekracza 817 mln PLN.

Podsumowując, jesteśmy nadal optymistycznie nastawieni do inwestycji w walory spółki. Na podstawie aktualizacji modelu podnosimy wycenę spółki do 89,49 PLN i podtrzymujemy zalecenie KUPUJ (zaprezentowany scenariusz ze stycznia'16 był bardzo konserwatywny i miał miejsce w otoczeniu krytycznie niskich cen węgla energetycznego na świecie i dużej niepewności związanej z sanacją śląskich kopalń). Przy cenie docelowej 89,49 PLN, spółka będzie handlowana na mnożniki EV/EBITDA na lata 2017-2019 w okolicy 4,6x. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w modelu założyliśmy brak wypłaty dywidendy z zysku za 2016 rok. Powrót do wypłaty dywidend przewidujemy od 2018 roku. Władze Bogdanki akcentują, że spółka ma na bilansie zadłużenie z tyt. obligacji (600 mln PLN) i ostateczną decyzję o rekomendacji w zakresie podziału zysku prawdopodobnie przedstawią za ok 3 miesiące. Zwracamy uwagę, że w strategii spółki znajduje się zapis o chęci dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (jeśli będzie na to pozwalala kondycja płynnościowa) na poziomie do 50% jednostkowego zysku netto. Jednocześnie w strategii jest mowa o średnioterminowym i długoterminowym horyzoncie wypłat dywidend (nie ma mowy o tym, że również w krótkim terminie należy oczekiwać dywidend).

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	91,91
B	Wycena mnożnikowa [PLN]	87,08
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy mnożnikowej [PLN]		89,49

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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. Oceniamy że w Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego wydaje się stopniowo stabilizować. Poprawa koniunktury dla producentów węgla kamiennego na rynkach zagranicznych w istotny sposób wpływa na prowadzone postępowanie sanacyjne PGG i forsowany plan połączenia PGG z częścią KHW. Zgodnie ze wstępnymi założeniami do PGG wejdą dwie kopalnie: Mysłowice-Wesoła i Murcki-Staszic (KHW ma około 2,5 mld PLN zadłużenia, z tego ponad 1,2 mld PLN to zobowiązania z tytułu obligacji). Z kolei do końca 2017 roku część infrastruktury dołowej i powierzchniowej kopalni Wieczorek oraz Ruch Śląsk zostanie przekazana do SRK. Z kolei trzecia spółka (z dominującym udziałem w akcjonariacie Skarbu Państwa) zajmująca się wydobywaniem węgla koksowego znajdująca się na terenie Śląska w 2017 roku wypracuje EBITDA prawdopodobnie na poziomie zbliżonym nawet do 4 mld PLN (szacunki własne DM BDM).

Kluczowe znaczenie dla wyników spółki ma wolumen i cena węgla sprzedawanego do energetyki na rynku krajowym. Krytyczna sytuacja płynnościowa śląskich zakładów doprowadziła w 2015 roku do ostrej walki cenowej na krajowym rynku węgla energetycznego. Miniony 2016 rok przyniósł silne odbicie cen węgla energetycznego na świecie. Jeszcze w styczniu '16 średnie ceny z portów ARA oscylowały w okolicy 175 PLN/t (chwilowe zejście nawet w pobliże 43 USD/t). W kolejnych miesiącach nastąpiła szybka odbudowa cenników i w końcu 2016 roku ceny w ARA wynosiły już ponad 375 PLN/t (nawet ponad 90 USD/t). Obecnie obserwowana korekta (odczyt na połowę lutego '17) sprowadziła ceny w ARA do pułapu ok 325 PLN/t (81,75 USD/t). Perspektywa kolejnych miesięcy dla węgla energetycznego to prawdopodobny dalszy spadek (przynajmniej o 10 USD/t). Zauważamy, że w 2016 roku odczyty PSCMI były na płaskim poziomie. Zatem powstała duża różnica w cenach węgla energetycznego kupowanego przez krajową energetykę a cenami światowymi np. w portach ARA. W Polsce odczyt za grudzień '16 indeksu PSCMI wynosił 190,49 PLN/t (8,61 PLN/GJ). W kolejnych miesiącach 2017 roku spodziewamy się raczej płaskich odczytów PSCMI i prawdopodobna odbudowa cenników będzie powolna. Dla Bogdanki rok 2017 może przynieść według nas nawet niewielki spadek średniej osiągalnej ceny względem 2016 roku. Oceniamy, że dopiero 2018 rok może przynieść odbudowę cenników Bogdanki (z niewielkim dyskontem do odczytów PSCMI).

Wejście w skład grupy Enea (głównego odbiorcy produkowanego węgla) stworzyło nową sytuację w ustalaniu przyszłej polityki cenowej Bogdanki. Naszym zdaniem należy liczyć się z przyszłym trwałym dyskontem do indeksu PSCMI. Z drugiej strony spółka ma szansę na stabilny wolumen produkcji (w najbliższych latach), a w dalszej perspektywie na wzmocnienie swoich udziałów rynkowych.

Zadaniem Bogdanki ma być zapewnienie bezpieczeństwa dostępu do taniego węgla energetycznego dla elektrowni i elektrociepłowni należących do grupy kapitałowej Enea. Należy mieć na uwadze, że w przyszłości LWB może uczestniczyć w inicjatywach strategicznych (jako inwestor) w projektach strategicznych dla spółki matki i nie związanych bezpośrednio z wydobywaniem węgla. Tym samym ocena takich projektów może być zupełnie inna z perspektywy inwestora mniejszościowego i inwestora dominującego.

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):

- Na 2017 rok nie spodziewamy się istotnych zmian w zakresie osiągalnej średniej ceny sprzedaży przez LWB. Również wolumen sprzedaży przyjęliśmy na zbliżonym poziomie (w 2016 roku spodziewamy się, że sprzedaż wyniosła 9,12 mln ton, a w 2017 roku liczymy na ok 9,16 mln ton). Tym samym prognozowane przychody w naszym modelu na 2017 rok wynoszą niespełna 1,79 mld PLN.
- W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA spółka będzie na poziomie zbliżonym do 2016 roku (choć mamy też na uwadze, że spółka może jednak zwiększyć natężenie prac przygotowawczych pod wzrost produkcji od 2018 roku; przecinki zaliczają się w koszty RZIS). Od roku 2018 przyjmujemy w modelu odbudowę cenników sprzedaży. Tym samym wraz z symboliczną poprawą wolumenów sprzedaży (w modelu uwzględniamy zaprezentowany szklany sufit) spółka powinna pokazać odczuwalną odbudowę EBITDA. Z obecnej perspektywy liczymy, że EBITDA w 2018 roku osiągnie pułap 650 mln PLN, a w kolejnych dwóch latach wzrośnie do odpowiednio 700 i 756 mln PLN.
- Nasze długoterminowe założenia dla rentowności profilu działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki nie przekracza 817 mln PLN.
- Łączny Capex spółki w latach 2016-2025 w strategii wynosi 4 mld PLN. Nasz model zakłada poziom inwestycji w tym okresie na poziomie ponad 4,24 mld PLN (z obecnej perspektywy najwyższy poziom wydatków może być związany z budową infrastruktury szybu dla pola Ostrów, co może nastąpić raczej dopiero w okolicy 2024/2025 roku).
- W modelu nie uwzględniamy inwestycji poza obszar wydobywania (wyjątkiem są stosunkowo niewielkie nakłady na modernizację posiadanej Łęczyńskiej Energetyki).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.06.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,14 mld PLN, czyli 91,91 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 788	1 844	1 898	1 962	2 019	2 057	2 084	2 111	2 138	2 165
EBIT. [mln PLN]	248,2	297,8	344,0	395,7	416,0	424,0	423,6	422,2	419,6	416,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	47,2	56,6	65,4	75,2	79,0	80,6	80,5	80,2	79,7	79,2
NOPLAT [mln PLN]	201,0	241,2	278,6	320,5	336,9	343,4	343,1	342,0	339,9	337,5
Amortyzacja [mln PLN]	348,0	352,4	356,6	360,6	365,7	373,7	381,8	389,6	397,2	404,5
CAPEX [mln PLN]	-395,7	-405,6	-408,0	-421,8	-434,1	-442,4	-448,2	-454,0	-459,8	-465,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	10,8	18,9	17,8	20,3	-16,7	-0,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	164,2	206,9	245,0	279,6	251,8	274,0	281,6	282,5	282,1	281,2
DFCF [mln PLN]	158,5	183,7	200,0	209,8	173,6	173,5	163,7	150,7	138,2	126,4
Suma DFCF [mln PLN]	1 678,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 820,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 717,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 395,7									
Dług netto [mln PLN]	258,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 137,7									
Ilość akcji [mln szt.]	34,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	91,91									

Sprzedaż [mln ton]	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	196	202	208	214	219	223	226	229	232	235
Przychody zmiana r/r	0,4%	3,1%	2,9%	3,4%	2,9%	1,9%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	0,6%	9,1%	7,8%	7,9%	3,4%	2,0%	1,0%	0,8%	0,6%	0,5%
Marża EBITDA	33,3%	35,3%	36,9%	38,5%	38,7%	38,8%	38,6%	38,4%	38,2%	37,9%
EBITDA [PLN/t]	65,1	70,8	76,3	81,9	84,1	85,7	86,5	87,2	87,7	88,2
Marża EBIT	13,9%	16,1%	18,1%	20,2%	20,6%	20,6%	20,3%	20,0%	19,6%	19,2%
CAPEX / Przychody	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
CAPEX / Amortyzacja	114%	115%	114%	117%	119%	118%	117%	117%	116%	115%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	84,2%	84,9%	85,6%	86,4%	87,1%	87,7%	88,2%	88,6%	89,0%	89,3%
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	15,8%	15,1%	14,4%	13,6%	12,9%	12,3%	11,8%	11,4%	11,0%	10,7%
WACC	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%

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	101,5	105,0	109,0	113,5	118,6	124,5	131,3	139,3	148,9
	0.8	95,9	99,0	102,4	106,3	110,7	115,7	121,5	128,2	136,1
	0.9	90,8	93,5	96,5	99,9	103,7	108,0	113,0	118,6	125,2
	1.0	86,2	88,6	91,2	94,2	97,5	101,2	105,4	110,3	115,8
	1.1	81,9	84,0	86,4	89,0	91,9	95,1	98,8	102,9	107,7
	1.2	78,0	79,9	82,0	84,3	86,9	89,7	92,9	96,4	100,5
	1.3	74,4	76,1	78,0	80,0	82,3	84,8	87,5	90,7	94,2
	1.4	71,1	72,6	74,3	76,1	78,1	80,3	82,8	85,5	88,5
	1.5	68,0	69,4	70,9	72,5	74,3	76,3	78,4	80,8	83,4

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	138,9	131,5	124,7	121,6	118,6	115,7	113,0	107,8	103,1
	0.8	131,5	123,8	116,9	113,7	110,7	107,8	105,1	99,9	95,2
	0.9	124,7	116,9	110,0	106,8	103,7	100,8	98,1	93,0	88,3
	1.0	118,6	110,7	103,7	100,5	97,5	94,6	91,9	86,9	82,3
	1.1	113,0	105,1	98,1	94,9	91,9	89,1	86,4	81,4	76,9
	1.2	107,8	99,9	93,0	89,8	86,9	84,1	81,4	76,5	72,2
	1.3	103,1	95,2	88,3	85,2	82,3	79,5	76,9	72,2	67,9
	1.4	98,7	90,9	84,1	81,0	78,1	75,4	72,9	68,2	64,0
	1.5	94,6	86,9	80,1	77,1	74,3	71,7	69,2	64,6	60,6

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%	103,9	107,6	111,8	116,6	122,0	128,3	135,6	144,3	154,7
	3.5%	97,5	100,7	104,3	108,4	113,0	118,2	124,3	131,4	139,7
	4.0%	91,8	94,6	97,7	101,2	105,1	109,5	114,6	120,4	127,3
	4.5%	86,6	89,0	91,7	94,7	98,1	101,9	106,2	111,1	116,7
	5.0%	81,9	84,0	86,4	89,0	91,9	95,1	98,8	102,9	107,7
	5.5%	77,6	79,5	81,6	83,9	86,4	89,2	92,3	95,8	99,8
	6.0%	73,7	75,4	77,2	79,2	81,4	83,8	86,5	89,6	93,0
	6.5%	70,2	71,6	73,2	75,0	76,9	79,1	81,4	84,0	86,9
	7.0%	66,9	68,2	69,6	71,2	72,9	74,7	76,8	79,0	81,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

W naszej analizie mnożnikowej wykorzystujemy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2017-2019 na poziomie 4,5x. Na podstawie sporządzonych prognoz wycena wskaźnikowa sugeruje zatem cenę jednej akcji równą 87,1 PLN.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2017-2019

	EV/EBITDA na 2017-2019 (równa waga lat)					
	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	68,1	77,6	87,1	96,6	106,1	115,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecnie spółka na lata 2017-2019 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 4,7x-3,8x. Historycznie inwestorzy początkowo akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe Bogdanki z uwagi na obietnice szybkiego wzrostu produkcji do kilkunastu mln ton węgla rocznie. Obecna zmiana nastawienia związana jest z ryzykiem kształtowania przyszłych cen sprzedaży węgla do grupy Enea oraz z ewentualnym zaangażowaniem w inwestycje poza obszarem wydobywania (co znacząco ograniczyć mogłoby przyszły strumień dywidendy).

Mediana EV/EBITDA podmiotów wydobywających węgiel kamienny lata 2016-2017 wynosi odpowiednio 7,5x i 5,5x. Należy mieć jednak na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Dodatkowo kopalnie różnią się sposobami wydobywania oraz mają różne zasoby (decydujące w długim terminie o wartości dla akcjonariuszy).

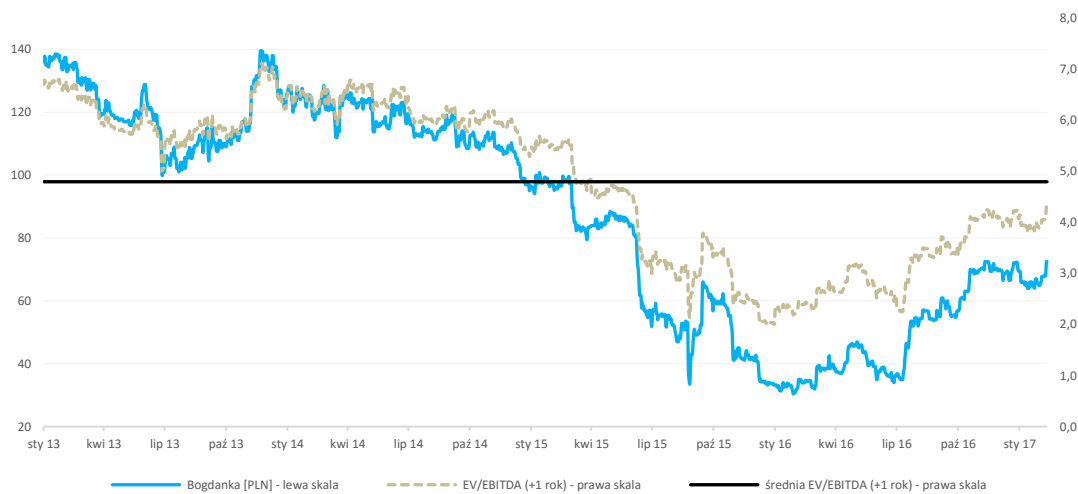
Należy mieć na uwadze, że Bogdankę charakteryzują inne historyczne ścieżki wynikowe względem zaprezentowanej grupy porównawczej (ograniczone dynamiki odbudowy jak i potencjalnej erozji z uwagi na koniunkturę na rynku węgla). Jest to pochodna koncentracji działalności na umowach długoterminowych (bardzo mała ekspozycja na ceny spotowe węgla).

Mnożniki rynkowe wybranych zagranicznych podmiotów

			P/E			EV/EBITDA		
	Cena	Waluta	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
SOUTH32	2,6	AUD	12,0	14,7	18,1	4,7	5,2	5,0
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	23,3	USD	8,5	7,7	10,0	3,6	3,4	3,3
ARCH COAL	68,9	USD	7,5	9,0	12,7	2,8	2,8	2,9
CLOUD PEAK ENERGY	5,7	USD	---	50,0	35,0	7,5	5,3	5,0
CONSOL ENERGY	17,0	USD	36,8	17,1	12,3	7,2	5,7	5,0
WHITEHAVEN COAL	2,8	AUD	6,6	8,2	10,5	3,9	4,0	3,9
BHP BILLITON	26,5	AUD	17,7	21,2	18,7	7,5	8,1	7,8
RIO TINTO	68,3	AUD	16,1	19,9	18,9	7,9	9,0	8,1
YANZHOU COAL MINING	6,1	HKD	32,7	16,6	16,5	11,3	7,7	7,5
CHINA COAL ENERGY	4,1	HKD	45,2	24,3	24,0	11,3	9,1	6,9
COAL INDIA	320,9	INR	17,4	14,4	13,0	10,8	9,0	7,8
MECHEL	5,9	USD	9,6	2,0	10,1	8,3	4,6	7,0
Mediana	---	---	16,1x	15,7x	14,7x	7,5x	5,5x	6,0x
LW Bogdanka	74,50	PLN	14,1x	13,5x	10,9x	4,7x	4,4x	3,8x

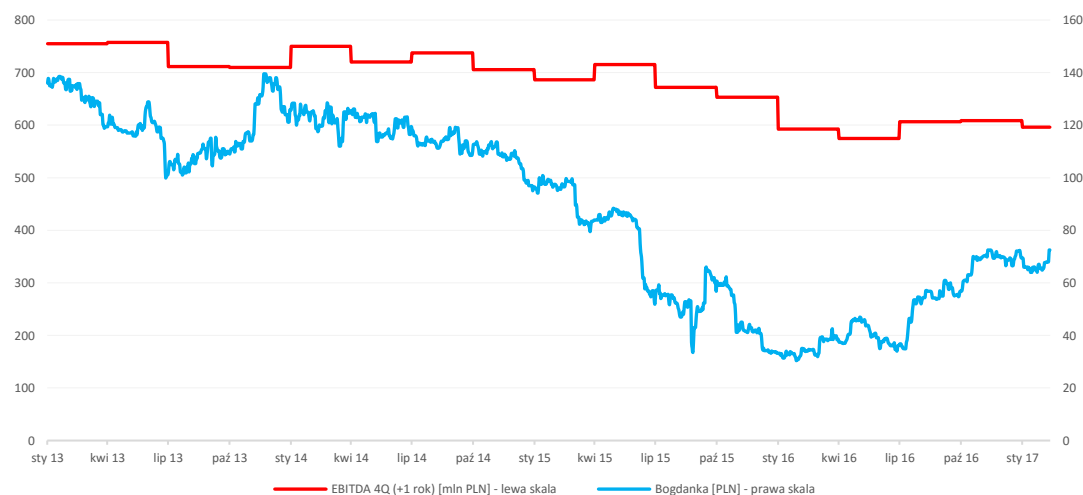
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historyczne akceptowalne pułapy EV/EBITDA (+1 rok) dla LWB



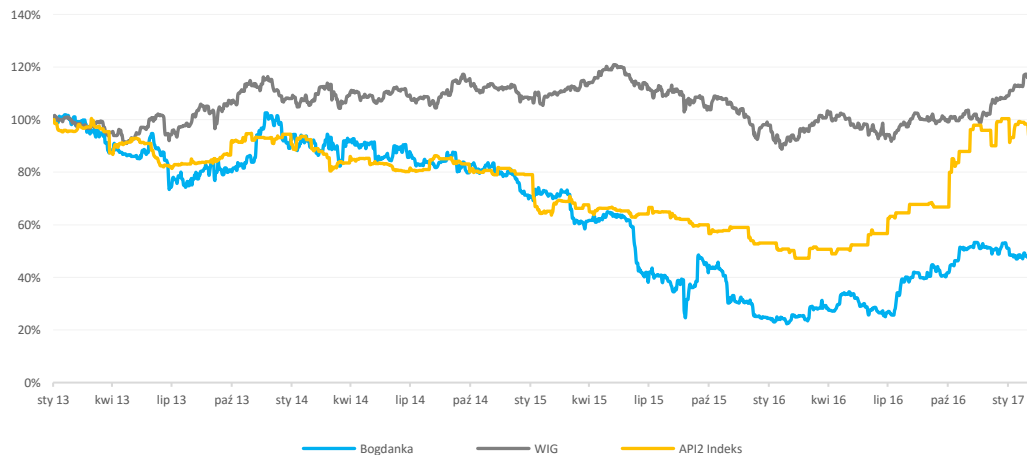
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs spółki na tle EBITDA (+1 rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'16

Dane za 3Q'16 okazały się bliskie naszym oczekiwaniom. Przychody ze sprzedaży wyniosły 465,4 mln PLN (spadek o 3,7% r/r). W tym okresie wolumen sprzedaży netto był na poziomie 2,4 mln ton, czyli wzrósł o 7,9% ujęciu r/r. Narastająco za cztery ostatnie kwartały przychody spółki wzrosły o 1,2%, natomiast sprzedaż węgla w tonach wzrosła o 11,3%.

Wynik EBITDA za 3Q'16 spadł do 147,5 mln PLN, czyli o ponad 11%. Wpływ na spadek marży miały gorsze cenniki sprzedaży węgla. W strukturze kosztów widzimy konsekwentną politykę utrzymywania niższego UMCC pod kontrolą. W okresie 1-3Q'16 szacunkowy jednostkowy koszt produkcji (według naszych symulacji) mógł spaść o ok 10 PLN/t.

Wyniki skonsolidowane LW Bogdanka za 3Q'16

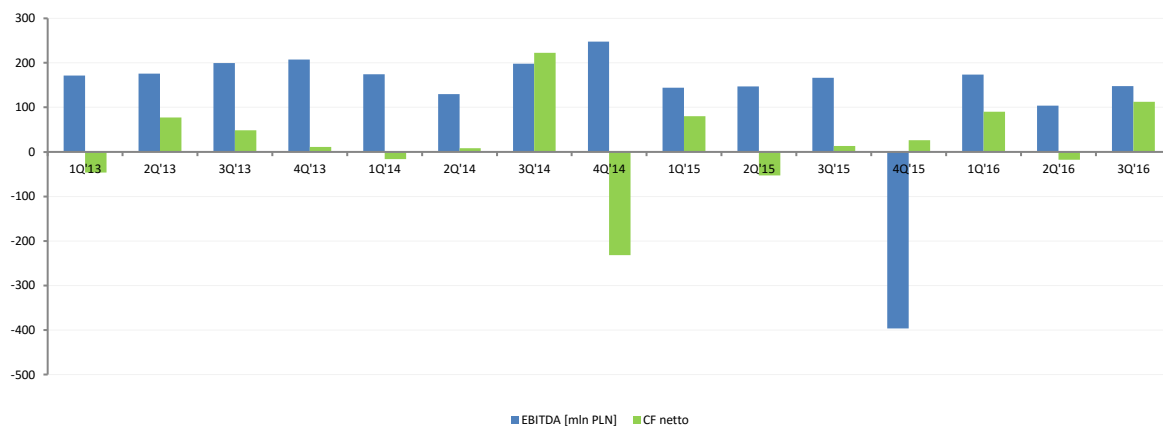
Rachunek wyników[mln PLN]	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16*	zmiana r/r
Przychody	483,4	465,4	-3,7%	1850,2	1872,8	1,2%
EBITDA	166,3	147,5	-11,3%	705,6	28,3	-96,0%
EBIT	73,2	58,1	-20,7%	310,3	-346,1	---
Saldo finansowe	-2,3	-4,3	---	-16,1	-15,2	---
Wynik netto	56,7	45,3	-20,0%	233,5	-292,1	---
CF operacyjny	147,7	194,7		730,0	650,5	
CF netto	13,2	112,9		226,5	-191,2	
Dług netto/EBITDA	0,7	0,3		0,7	0,3	
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1,4	1,4		1,4	1,4	
Struktura kosztów [mln PLN]	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16*	zmiana r/r
Amortyzacja	91,8	87,4	-4,8%	392,3	371,7	-5,3%
Zużycie mat i energii	96,9	101,0	4,2%	408,8	428,8	4,9%
Usługi obce	94,6	97,7	3,3%	420,0	443,6	5,6%
Świadczenia pracownicze	119,9	121,9	1,6%	605,9	587,1	-3,1%
Koszty reprezentacji i reklamy	1,5	2,5	66,4%	7,5	7,0	-6,6%
Podatki i opłaty	9,5	10,7	12,2%	37,2	38,6	3,9%
Pozostałe koszty	4,2	4,5	7,4%	23,0	15,4	-33,0%
Koszty rodzajowe	418,4	425,6	1,7%	1 894,7	1 892,2	-0,1%
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-43,2	-44,6	3,2%	-289,5	-290,3	0,3%
Rozliczenia międzyokresowe	18,4	29,2	58,5%	-14,2	10,2	---
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-15,7	-11,9	-24,1%	-66,3	-59,2	-10,6%
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	1,3	4,1	225,4%	11,8	24,5	107,0%
Całkowite koszty produkcji	379,1	402,3	6,1%	1 536,6	2 202,1	43,3%
Zmiana stanu produktów	24,9	-5,4	---	-17,9	9,1	---
Wartość sprzedanych tow i materiałów	3,3	2,8	-16,0%	12,1	12,7	5,0%
Koszt własny produkcji sprzedanej	407,4	399,8	-1,9%	1 530,9	2 223,9	45,3%
Koszt sprzedanych produktów, tow i mat	372,4	363,5	-2,4%	1 396,8	2 078,7	48,8%
Koszty sprzedaży	9,2	11,0	18,5%	38,0	38,8	2,2%
Koszty administracyjne	25,8	25,4	-1,6%	96,1	106,2	10,5%

Dane operacyjne	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16*	zmiana r/r
Produkcja [mln ton]	2,0	2,4	17,6%	8,5	9,2	8,5%
Sprzedaż [mln ton]	2,2	2,4	7,9%	8,3	9,3	11,3%
Zapasy [mln ton]	0,2	0,2	-24,6%	0,2	0,2	-24,6%
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	220,5	197,0	-10,7%			
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	145,5	129,3	-11,1%			

* w 4Q'15 rezultaty spółki zostały obciążone odpisem 624,8 mln PLN z tytułu utraty wartości aktywów.

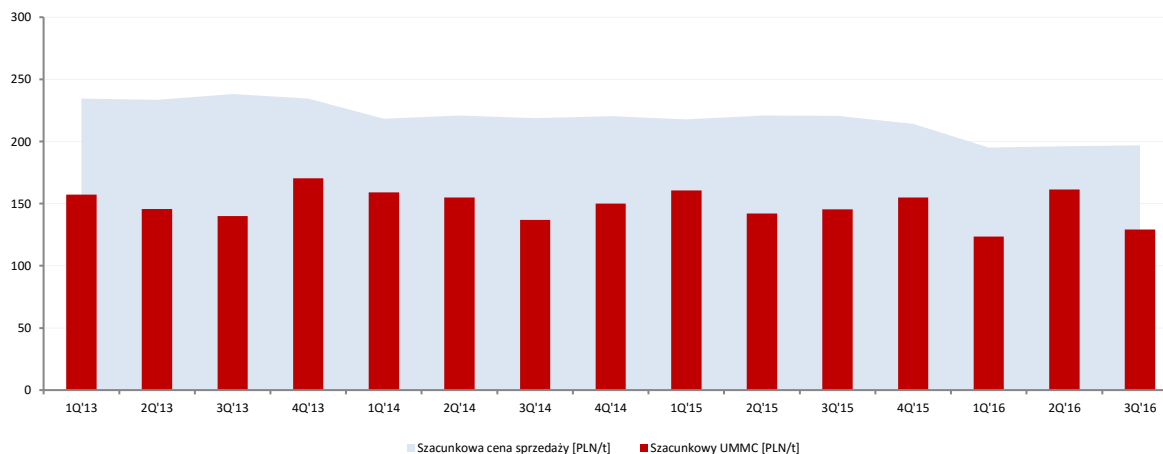
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



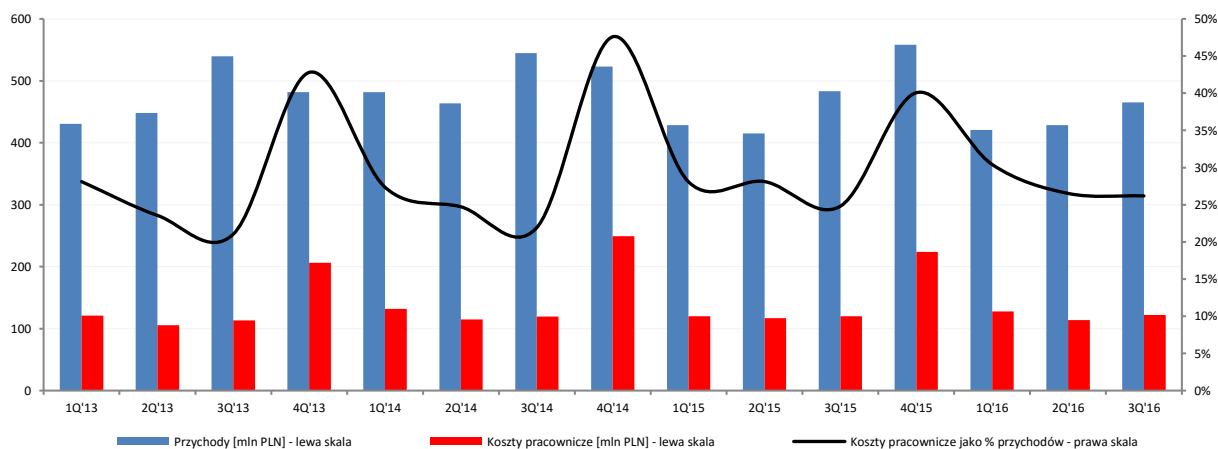
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 WEDŁUG NOWEJ STRATEGII

Spółka przedstawiła zaktualizowaną strategię działania na najbliższe lata. Bardzo podoba nam się słowo klucz dla przyszłości Bogdanki, czyli ELASTYCZNOŚĆ. Spodziewamy się, że zdefiniowany scenariusz elastyczny, który na chwilę bieżącą jest bardzo konserwatywny, będzie w przyszłości rzeczywiście elastyczny w zakresie docelowych wolumenów produkcji (pomimo obecnie nakreślonego szklanego sufitu). Z obecnej perspektywy inwestora mniejszościowego podstawowe znaczenie ma jednak umieszczenie w strategii szeregu inwestycji, które będą/mogą być realizowane przez spółkę w obszarze wydobywania.

Władze Bogdanki podkreślają, że w „mało przewidywalnej sytuacji światowej warto spokojnie i w zrównoważony sposób budować spółkę w długiej perspektywie, w oparciu o aktywa, które należą do grupy”. Tym samym inwestorzy powinni mieć na uwadze, że spółka będzie miała komfort odbioru zadowalających wolumenów węgla w ramach grupy przy prawdopodobnie trwałym dyskoncie cenników względem odczytów PSCMI (Bogdanka nie tworzy podatkowej grupy kapitałowej z Enea, zatem różnica do PSCMI powinna mieć uzasadnienie).

Minister Tobiszowski podczas konferencji przedstawiającej założenia spółki stwierdził, że „...Bogdanka ma plan stabilnego rozwoju, on jest konserwatywny, co nie znaczy, że nie jest elastyczny, aby móc mocniej zaakcentować swój udział w rynku surowcowym w Polsce i zarazem na rynku energetycznym, bo Bogdanka pełni, jako kopalnia, rolę elementu zabezpieczenia surowcowego polskiej energetyki”.

W perspektywie kilku/kilkunastu lat, tak jak już sugerowaliśmy, dla Bogdanki kluczowa powinna być elastyczność i tym samym zdolność zapewnienia bezpieczeństwa surowcowego dla krajowej energetyki. Na złożach znajdujących się na Śląsku nie znajdujemy wystarczającej liczby uzasadnionych biznesowo projektów, które mogą zneutralizować naturalną erozję produkcji z tego obszaru górniczego. Zatem potencjalną lukę podaży miałów węglowych będzie trzeba uzupełnić i pierwszym strategicznym wyborem według nas będzie właśnie spółka (obecnie w modelu nie zakładamy produkcji rocznej powyżej 9,3 mln ton).

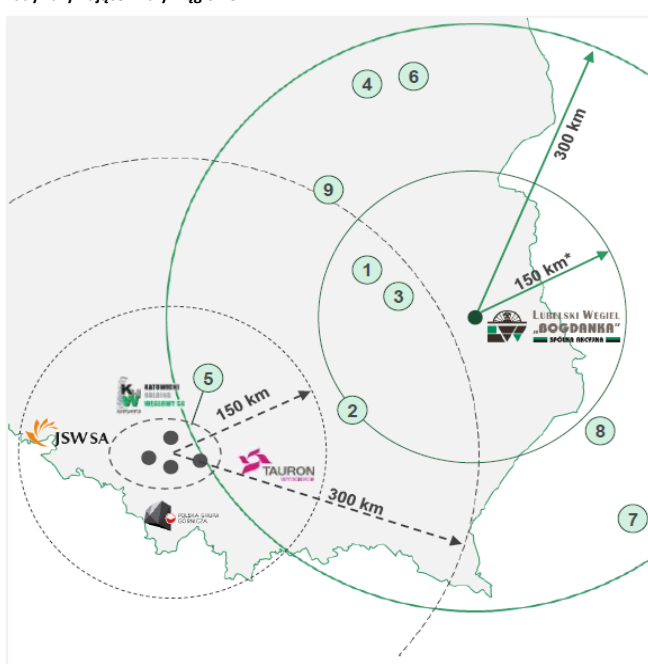
WYBRANE PUNKTY/TEZY ZE STRATEGII SPÓŁKI:

Zadaniem Bogdanki ma być zapewnienie bezpieczeństwa dostępu do taniego węgla energetycznego dla elektrowni i elektrociepłowni należących do grupy kapitałowej Enea. Szacowany Capex w strategii grupy kapitałowej Enea dla obszaru wydobywania w latach 2016-2025 jest na poziomie 3,712 mld PLN (scenariusz bazowy). Według scenariusza elastycznego łączny poziom wydatków inwestycyjnych w latach 2016-2025 może wynieść 4 mld PLN.

Wspomniane kwoty na inwestycje mają obejmować m.in. następujące projekty:

- Budowa infrastruktury dla złoża Ostrów (wstępne wyliczenia mówią o inwestycji rzędu 1,3 mld PLN, z czego główna część przypadnie na wartość infrastruktury związanej z budową szybu; projekt ma zapewnić wydobywanie dla kompleksu szybowego w perspektywie po 2030 roku);
- Nakłady na planowane inwestycje w łęczyńskiej Energetyce;
- Pozostałe inwestycje w nowe wyrobiska i modernizację/zakup sprzętu.

Zakłady zużywające miał węglowy



Zakłady w promieniu 150 km od LWB:

- Elektrownia Kozienice
- Elektrownia Połaniec
- ZA Puławy

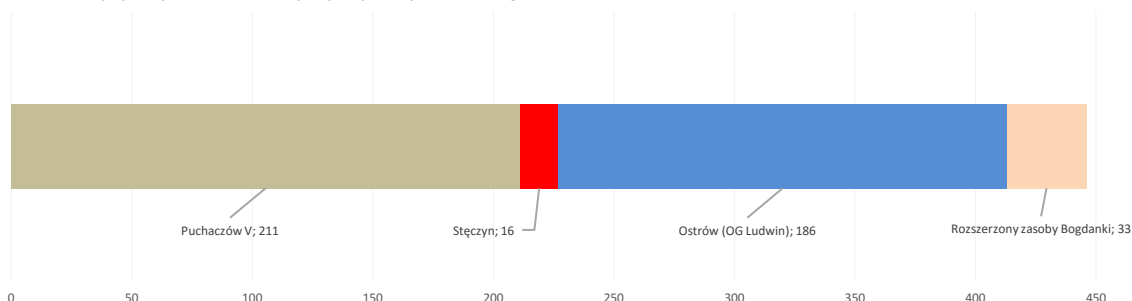
Zakłady w promieniu 300 km od LWB:

- Elektrownia Ostrołęka
- EDF Rybnik, Siersza, Łagisza, Łaziska, Jaworzno
- EC Białystok
- Elektrownia Bursztyńska (Ukraina)
- Elektrownia Dobrotwirska (Ukraina)
- Elektrociepłownie Warszawskie

Źródło: grafika z prezentacji spółki

Jak zaznacza w swojej strategii spółka, przy wydobyciu 9 mln ton węgla rocznie, zasoby tylko z kluczowych do 2030 roku obszarów wystarczą na 50 lat eksploatacji. Dodatkowo Bogdanka według nas ma również szanse na docelowe zagospodarowanie obszaru K-6 i K-7 (co na obecnym etapie nie jest uwzględniane).

Szacowane zasoby operatywne w obszarach perspektywnych dla LW Bogdanka [mln ton]



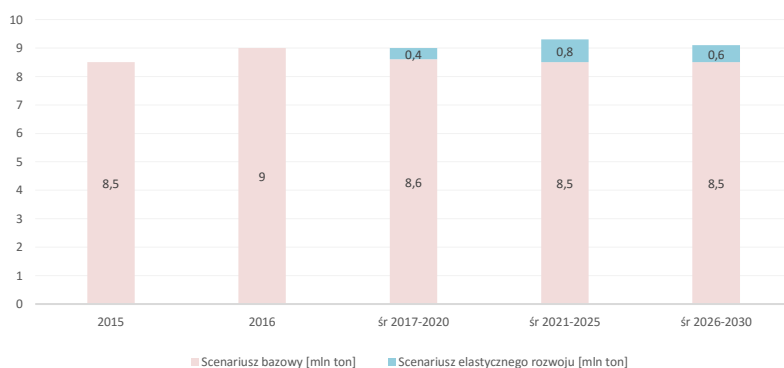
Źródło: dane na podstawie prezentacji spółki

Spółka w nowej strategii przedstawiła dwa scenariusze rozwoju:

- Scenariusz bazowy zakładający plan produkcji na średnim poziomie 8,6-8,5 mln ton;
- Scenariusz elastyczny uwzględniający dodatkowo zwiększenie produkcji średniorocznie o 0,7 mln ton w latach 2017-2030.

Zwracamy uwagę, że w prezentacji spółka umieściła zapis: „..... w oparciu o analizę otoczenia rynkowego, w kolejnych latach możliwe jest pojawienie się niedoboru miałow węglowych”. Dlatego władze Bogdanki w kolejnych latach zamierzają realizować scenariusz elastycznego rozwoju. Jak już wspominaliśmy, naszym zdaniem w perspektywie kolejnych lat bilans energetyczny kraju wręcz wymusi na Bogdancie elastyczność i zwiększenie produkcji do pułapów powyżej nakreślonych w najnowszej strategii.

Planowana przez spółkę produkcja węgla w latach 2017-2030 (w oparciu o nową strategię)



Szacujemy, że obecne roczne techniczne możliwości wydobycia na powierzchni wynoszą **10,5 mln ton węgla**.

Źródło: dane na podstawie prezentacji spółki

Wskaźniki zapisane w strategii w perspektywie do 2025 roku (scenariusz elastycznego rozwoju):

- Wskaźnik ROE ma wzrosnąć z 8,7% w 2015 roku do 10,9% w perspektywie 2025 roku;
- Wskaźnik ROA powinien ulec poprawie z 5,3% w 2015 roku do pułapu ok 8,5%;
- Spadek UMCC o 10% w stosunku do 2015 roku;
- Wartość EBITDA ma wzrosnąć z 678 mln PLN z 2015 roku (dane oczyszczone) o 44% w perspektywie 2025 roku, co determinuje pułap 976 mln PLN.

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY

Miniony 2016 rok przyniósł silne odbicie cen węgla energetycznego. Jeszcze w styczniu'16 średnie ceny z portów ARA oscylowały w okolicy 175 PLN/t (chwilowe zejście nawet w pobliże 43 USD/t). W kolejnych miesiącach nastąpiła szybka odbudowa cenników i w końcu 2016 roku ceny w ARA wynosiły już ponad 375 PLN/t (nawet ponad 90 USD/t). Obecnie obserwowana korekta (odczyt na połowę lutego'17) sprowadziła ceny w ARA do pułapu ok 325 PLN/t (81,75 USD/t). Perspektywa kolejnych miesięcy dla węgla energetycznego to prawdopodobny dalszy spadek (przynajmniej o 10 USD/t).

W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego wydaje się stopniowo stabilizować. Poprawa koniunktury dla producentów węgla kamiennego na rynkach zagranicznych w istotny sposób wpływa na prowadzone postępowanie sanacyjne PGG i forsowany plan połączenia PGG z częścią KHW. Zgodnie ze wstępnymi założeniami do PGG wejdą dwie kopalnie: Mysłowice-Wesoła i Murcki-Staszic (KHW ma około 2,5 mld PLN zadłużenia, z tego ponad 1,2 mld PLN to zobowiązania z tytułu obligacji). Z kolei do końca 2017 roku część infrastruktury dołowej i powierzchniowej kopalni Wieczorek oraz Ruch Śląsk zostanie przekazana do SRK. Z kolei trzecia spółka (z dominującym udziałem w akcjonariacie Skarbu Państwa) zajmująca się wydobywaniem węgla koksowego znajdująca się na terenie Śląska w 2017 roku wypracuje EBITDA prawdopodobnie na poziomie ok 4 mld PLN (szacunki własne DM BDM).

Zauważamy, że w 2016 roku odczyty PSCMI były na płaskim poziomie. Zatem powstała duża różnica w cenach węgla energetycznego kupowanego przez krajową energetykę a cenami światowymi np. w portach ARA. W Polsce odczyt za grudzień'16 indeksu PSCMI wynosił 190,49 PLN/t (8,61 PLN/GJ). Jak już wspominaliśmy ceny w ARA na połowę lutego'17 wynoszą ok 325 PLN/t. W kolejnych miesiącach 2017 roku spodziewamy się raczej płaskich odczytów PSCMI i prawdopodobna odbudowa cenników będzie powolna. Dla Bogdanki rok 2017 może przynieść według nas nawet niewielki spadek średniej osiągalnej ceny względem 2016 roku. Oceniamy, że dopiero 2018 rok może przynieść odbudowę cenników Bogdanki (z niewielkim dyskontem do odczytów PSCMI).

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. W kolejnych okresach liczymy się ze scenariuszem, że PSCMI będzie powyżej cen osiągalnych dla Bogdanki.

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



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

Na 2017 rok nie spodziewamy się istotnych zmian w zakresie osiągalnej średniej ceny sprzedaży przez LWB. Również wolumen sprzedaży przyjęliśmy na zbliżonym poziomie (w 2016 roku spodziewamy się, że sprzedaż wyniosła 9,12 mln ton, a w 2017 roku liczymy na ok 9,16 mln ton). Tym samym prognozowane przychody w naszym modelu na 2017 rok wynoszą niespełna 1,79 mld PLN.

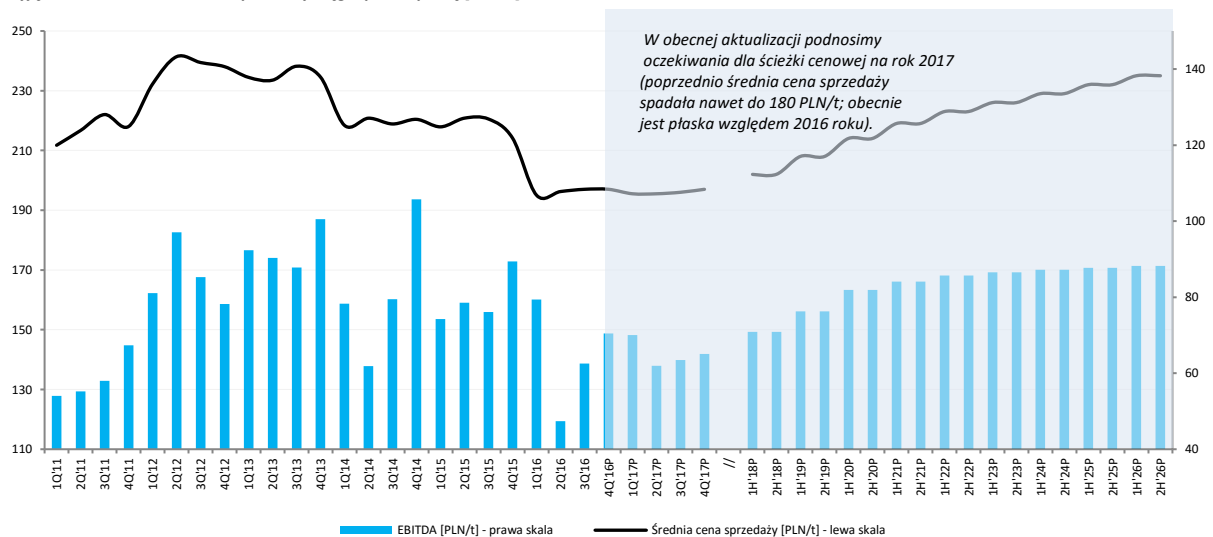
Zwracamy uwagę, że w 2016 roku spółka raportowała słaby uzysk (co było odczuwalne w szczególności w okresie 1-3Q'16). Przyjmujemy założenie, że wraz z 4Q'16, a szczególnie od 1Q'17 nastąpi poprawa tego wskaźnika. Zatem pod względem efektywności liczymy na poprawę odczytów w 2017 roku.

W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA spółki będzie na poziomie zbliżonym do 2016 roku (choć mamy też na uwadze, że spółka może jednak zwiększyć natężenie prac przygotowawczych pod wzrost produkcji od 2018 roku; przecinki zaliczają się w koszty RZIS).

Od roku 2018 przyjmujemy w modelu odbudowę cenników sprzedaży. Tym samym wraz z symboliczną poprawą wolumenów sprzedaży (w modelu uwzględniamy zaprezentowany szklany sufit) spółka powinna pokazać odczuwalną odbudowę EBITDA. Z obecnej perspektywy liczymy, że EBITDA w 2018 roku osiągnie pułap 650 mln PLN, a w kolejnych dwóch latach wzrośnie do odpowiednio 700 i 756 mln PLN.

W modelu założyliśmy, że spółka w 2017 roku nie wypłaci dywidendy z zysku za 2016 rok. Powrót do wypłaty dywidend przewidujemy od 2018 roku. Władze Bogdanki akcentują, że spółka ma na bilansie zadłużenie z tyt. obligacji (600 mln PLN) i ostateczną decyzję o rekomendacji w zakresie podziału zysku prawdopodobnie przedstawiają za ok 3 miesiące. Zwracamy uwagę, że w strategii spółki znajduje się zapis o chęci dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (jeśli będzie na to pozwalała kondycja płynnościowa) na poziomie do 50% jednostkowego zysku netto. Jednocześnie w strategii jest mowa o średnioterminowym i długoterminowym horyzoncie wypłat dywidend (nie ma mowy o tym, że również w krótkim terminie należy oczekiwać dywidend).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w porównaniu do raportu analitycznego ze stycznia'16

	2016P stara	2016P nowa	zmiana	2017P stara	2017P nowa	zmiana	2018P stara	2018P nowa	zmiana	2019P stara	2019P nowa	zmiana
Przychody	1648,2	1780,7	8,0%	1692,8	1788,0	5,6%	1732,4	1843,9	6,4%	1777,7	1897,9	6,8%
EBITDA	434,9	592,6	36,3%	469,4	596,2	27,0%	474,0	650,1	37,2%	520,1	700,6	34,7%
Wynik netto	46,2	180,9	291,6%	63,1	187,7	197,5%	64,4	233,1	262,0%	99	273,1	175,9%
Produkcja [mln ton]	9	9,07	0,8%	9,5	9,12	-4,0%	9,5	9,14	-3,8%	9,5	9,15	-3,7%
Sprzedaż [mln ton]	9,1	9,12	0,2%	9,4	9,16	-2,6%	9,5	9,18	-3,4%	9,5	9,19	-3,3%
Zapasy [mln ton]	0,2	0,18	-9%	0,2	0,14	-28%	0,2	0,11	-47%	0,2	0,07	-67%
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	181,1	196,36	8,4%	180	196,03	8,9%	183	202,03	10,4%	188	208,03	10,7%
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia [PLN/t]	142,8	135,14	-5,4%	143,1	134,28	-6,2%	143,3	137,59	-4,0%	144,3	139,07	-3,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasz model ze stycznia'16 uwzględniał konserwatywne założenia obejmujące zarówno poziom przyszłych możliwych do uzyskiwania cenników sprzedawanego węgla jak kosztów działania. Obecnie w roku 2017 spodziewamy się, że ceny sprzedaży węgla będą symbolicznie niższe niż w 2016 roku. W roku 2018 wprowadziliśmy powrót cenników w okolice 202 PLN (i powolny proces podwyżek kontynuujemy w kolejnych okresach).

Szacujemy, że UMCC w 2016 roku może być znacząco niższy niż w 2015 roku. Od roku 2018 wprowadzamy wyższe koszty wydobycia (co wydaje nam się ostrożniejszym podejściem niż zaprezentowane parametry strategii). Jednocześnie należy mieć na uwadze, że prawdopodobny jest scenariusz znaczącej poprawy uzysku z początkowych ścian z obszaru Ostrów (spółka sygnalizuje, że kilkanaście ścian będzie eksploatowanych zanim dojdzie do wybudowania finalnie infrastruktury szybowej).

Szczegółowe założenia do modelu

Rachunek wyników	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	420,6	428,4	465,4	466,3	431,5	428,4	460,9	467,2	1 899,8	2 013,6	1 885,4	1 780,7	1 788,0	1 843,9	1 897,9	1 961,9
EBITDA	173,3	104,0	147,5	167,6	155,4	135,9	149,7	155,2	754,9	750,0	61,5	592,6	596,2	650,1	700,6	756,3
EBIT	78,9	17,7	58,1	80,6	68,3	49,0	62,8	68,1	424,8	362,3	-326,2	235,3	248,2	297,8	344,0	395,7
Saldo finansowe	-6,1	1,6	-4,3	-5,1	-4,4	-4,4	-4,0	-3,7	-11,1	-16,5	-16,8	-13,9	-16,4	-9,9	-6,8	-3,5
Wynik netto	54,1	20,4	45,3	61,2	51,7	36,1	47,6	52,2	329,4	272,8	-279,8	180,9	187,7	233,1	273,1	317,7
Struktura kosztów	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Amortyzacja	91,9	84,3	87,4	87,0	87,2	86,9	86,9	87,0	330,1	387,6	387,7	350,6	348,0	352,4	356,6	360,6
Zużycie mat i energii oraz usługi obce	105,8	105,2	101,0	103,1	103,0	95,8	107,6	112,6	498,1	466,9	407,0	415,1	419,1	424,3	426,6	449,8
Usługi obce	94,2	95,7	97,7	97,0	90,5	89,5	96,2	97,2	458,3	503,8	419,7	384,6	373,3	376,1	380,1	389,1
Świadczenia pracownicze	127,9	113,6	121,9	225,6	129,4	115,9	127,1	235,8	546,3	614,9	580,6	589,0	608,2	634,1	653,5	682,3
Koszty reprezentacji i reklamy	2,7	0,9	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	7,6	7,7	6,5	8,1	8,0	8,0	8,0	8,0
Podatki i opłaty	10,6	7,3	10,7	10,0	10,7	7,3	10,7	10,0	34,3	37,7	36,6	38,6	38,7	38,7	38,7	38,8
Pozostałe koszty	4,0	5,4	4,5	5,0	2,0	1,0	1,0	5,0	20,3	21,1	21,7	18,9	9,0	28,0	28,0	28,0
Koszty rodzajowe	437,2	412,4	425,6	529,7	424,6	398,5	431,5	549,6	1 894,9	2 039,9	1 859,9	1 805,0	1 804,2	1 861,6	1 891,6	1 956,7
Całkowite koszty produkcji	365,5	383,9	402,3	372,7	363,5	336,7	373,6	393,9	1 466,5	1 621,6	2 175,7	1 524,5	1 467,7	1 512,1	1 517,4	1 571,7
Koszt własny produkcji sprzedanej	343,7	424,7	399,8	385,7	363,2	379,5	398,1	399,0	1 444,0	1 634,0	2 207,3	1 553,8	1 539,9	1 546,1	1 553,9	1 566,2
Koszt sprzedanych produktów, tow. i mat	313,5	399,0	363,5	342,1	333,1	352,5	362,5	356,3	1 305,3	1 497,1	2 054,8	1 418,2	1 404,4	1 410,1	1 417,4	1 429,0
Koszty sprzedaży	9,6	8,5	11,0	11,0	10,3	10,2	11,0	11,1	43,7	39,7	37,8	40,1	42,5	42,6	42,6	42,9
Koszty administracyjne	20,3	17,1	25,4	32,5	19,8	16,7	24,7	31,7	95,1	97,2	114,7	95,3	92,9	93,4	93,9	94,3
Dane operacyjne	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Produkcja [mln ton]	2,34	1,95	2,40	2,39	2,33	2,11	2,32	2,36	8,35	9,19	8,46	9,07	9,12	9,14	9,15	9,27
Sprzedaż [mln ton]	2,18	2,20	2,36	2,38	2,22	2,20	2,36	2,38	8,15	9,16	8,56	9,12	9,16	9,18	9,19	9,24
Zapasy [mln ton]	0,38	0,13	0,17	0,18	0,29	0,21	0,16	0,14	0,22	0,31	0,23	0,18	0,14	0,11	0,07	0,10
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	195	196	197	197	196	196	196	197	235	220	218	196	196	202	208	214
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia (UMCC) [PLN/t]	123	161	129	131	130	130	135	141	153	150	151	135	134	138	139	143

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PORÓWNANIE PARAMETRÓW ZE STRATEGII Z ZAŁOŻENIAMI MODELU BDM

Nasze długoterminowe założenia dla rentowności profilu działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN,, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki nie przekracza 817 mln PLN.

Łączny Capex spółki w latach 2016-2025 w strategii wynosi 4 mld PLN. Nasz model zakłada poziom inwestycji w tym okresie na poziomie ponad 4,24 mld PLN (z obecnej perspektywy najwyższy poziom wydatków może być związany z budową infrastruktury szybu dla pola Ostrów, co może nastąpić raczej dopiero w okolicy 2024/2025 roku).

Porównanie założeń długoterminowych zawartych w strategii spółki z przyjętym modelem BDM

	Wskaźniki ze strategii spółki	BDM model
EBITDA w 2025 roku [mln PLN]	976,3	816,8
ROE w 2025 roku	10,9%	8,5%
ROA w 2025 roku	8,5%	6,2%
Capex w latach 2016-2025 [mln PLN]	4 006	4 243
Średnioroczna produkcja 2017-2020 [mln ton]	9,00	9,17
Średnioroczna produkcja 2021-2025 [mln ton]	9,30	9,30

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO

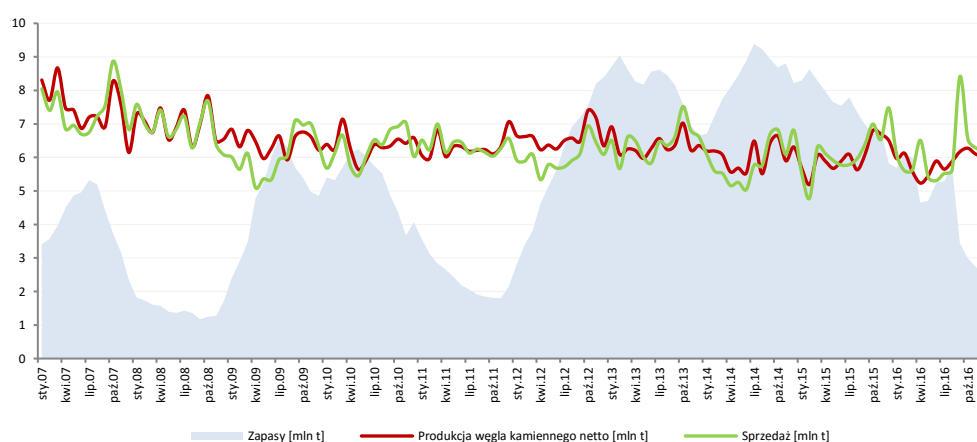
W 2016 roku wydobycie węgla kamiennego w Polsce ogółem wyniosło ok 70,5 mln ton (spadek o 1,7 mln ton względem 2015 roku). Zwracamy uwagę na niższe raportowane zapasy w kopalniach (efekt m.in. zakupu węgla przez Agencję Rezerw Materiałowych).

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	8,0	7,6	7,5	7,8	7,3	7,0	6,7	6,8	5,8
2016	5,7	6,1	6,0	4,7	4,7	5,2	5,3	5,7	3,4	3,0	2,7	2,5

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

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

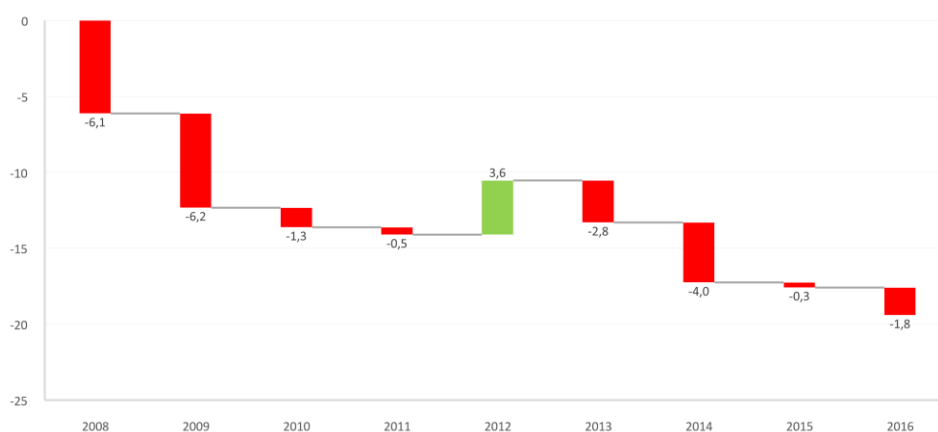


W 2015 i 2016 roku nastąpił wyraźny spadek raportowanych zapasów węgla kamiennego w krajowych kopalniach. Na koniec grudnia '16 stan zapasów wynosił tylko 2,5 mln ton.

Jednocześnie należy mieć na uwadze wcześniejszy wzrost zapasów węgla energetycznego na składach w elektrowniach oraz zakupy interwencyjne Agencji rezerw Materiałowych.

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

Postępujący spadek wydobycia węgla kamiennego w Polsce [zmiany w ujęciu rocznym w mln ton]



W Polsce od lat trwa spadek wydobycia węgla kamiennego. W ostatnich latach w bilansie wydobycia wyjątkowy był rok 2012 (wtedy m.in. w Bogdanie nastąpił wzrost produkcji z 5,8 mln ton w 2011 roku do prawie 7,8 mln ton w 2012 roku i ponad 8,3 mln ton w 2013 roku). Ogółem w Polsce wydobycie węgla kamiennego w latach 2007-2016 spadło o niemal 19,5 mln ton.

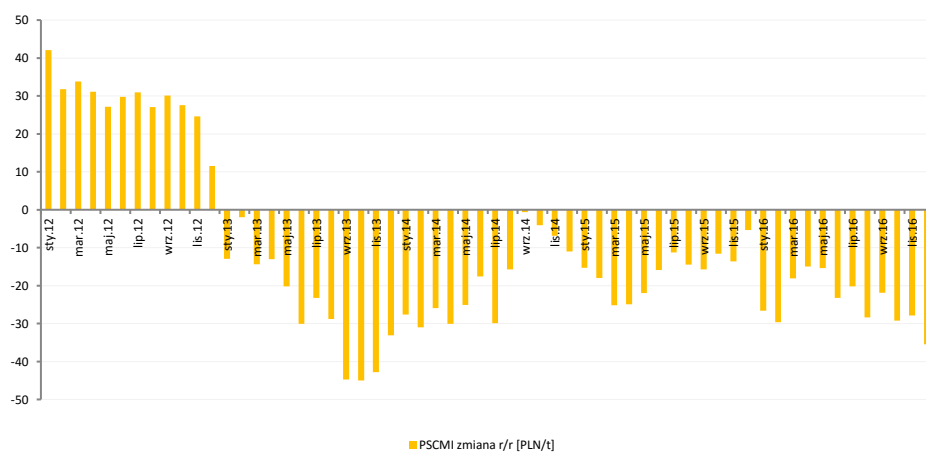
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych GUS, ARR i Ministerstwa Gospodarki

Indeks cen mialów energetycznych dla energetyki zawodowej i przemysłowej



Indeks PSCMI wskazuje, że średnia ważona cena mialów w okresie 3Q'16 była na poziomie 194 PLN/t i była niższa o 0,65 PLN/t w porównaniu do 2Q'16. Według naszych szacunków średni odczyt PSCMI za 4Q'16 wyniósł ok 190 PLN/t.

Obecne poziomy PSCMI istotnie in minus odbiegają od cen węgla energetycznego w portach ARA.



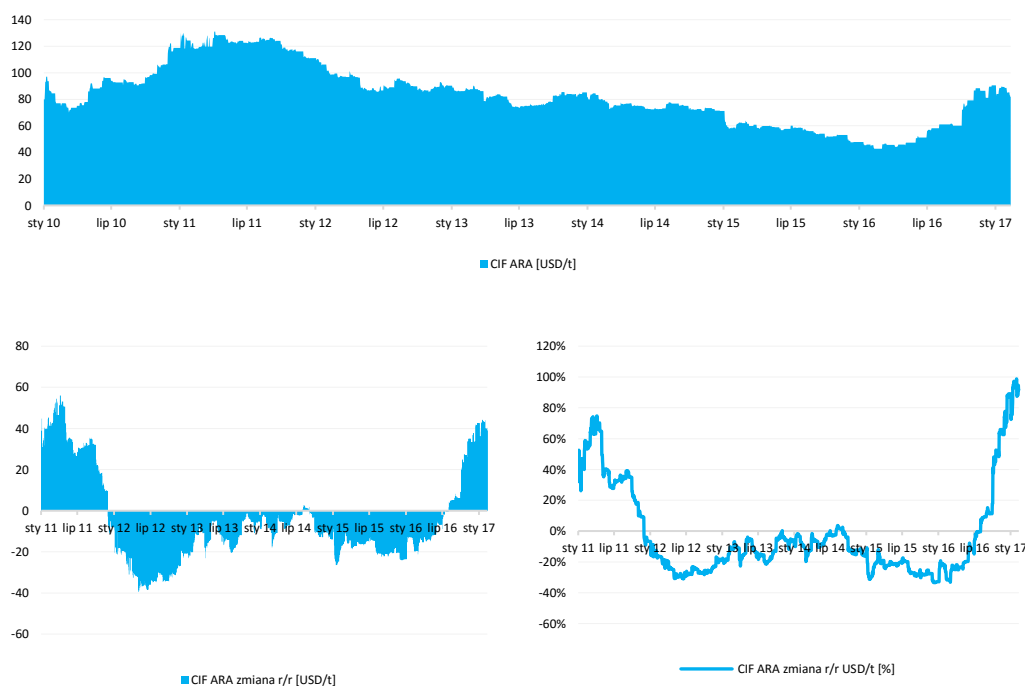
Indeks PSCMI odzwierciedla średnią ważoną cenę netto bez uwzględnienia podatku akcyzowego, w warunkach CFA

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

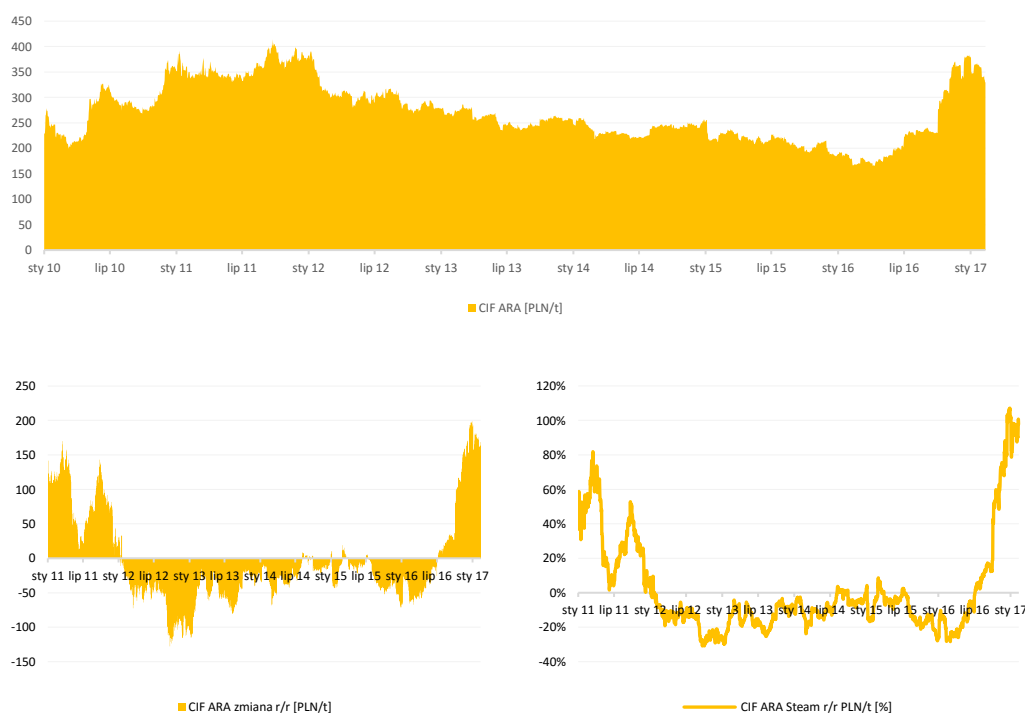
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE

Miniony 2016 rok przyniósł silne odbicie cen węgla energetycznego na rynkach światowych. Jeszcze w styczniu'16 średnie ceny z portów ARA oscylowały w okolicy 175 PLN/t (chwilowe zejście nawet w pobliże 43 USD/t). W kolejnych miesiącach nastąpiła szybka odbudowa cenników i w końcu 2016 roku ceny w ARA wynosiły już ponad 375 PLN/t (nawet ponad 90 USD/t). Obecnie obserwowana korekta (odczyt na połowę lutego'17) sprowadziła ceny w ARA do pułapu ok 325 PLN/t (81,75 USD/t). Perspektywa kolejnych miesięcy dla węgla energetycznego to prawdopodobny dalszy spadek (przynajmniej o 10 USD/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	1 885,4	1 780,7	1 788,0	1 843,9	1 897,9	1 961,9	2 018,9	2 057,5	2 084,5	2 111,5
EBITDA	690,0	754,9	750,0	61,5	592,6	596,2	650,1	700,6	756,3	781,7	797,7	805,4	811,8
EBIT	389,2	424,8	362,3	-326,2	235,3	248,2	297,8	344,0	395,7	416,0	424,0	423,6	422,2
Saldo finansowe	-7,1	-11,1	-16,5	-16,8	-13,9	-16,4	-9,9	-6,8	-3,5	-0,4	2,8	6,0	8,8
Wynik przed opodatkowaniem	382,1	413,7	345,9	-343,0	221,4	231,7	287,8	337,2	392,2	415,6	426,8	429,6	431,0
Wynik netto	309,0	329,7	272,4	-279,6	181,3	187,7	233,1	273,1	317,7	336,7	345,7	348,0	349,1
przypadający na akcjonariuszy dom.	308,6	329,4	272,8	-279,8	180,9	187,7	233,1	273,1	317,7	336,7	345,7	348,0	349,1
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	3 003,1	3 003,4	3 051,1	3 104,3	3 155,7	3 216,9	3 285,3	3 353,9	3 420,3	3 484,7
RZAT	2 969,8	3 169,7	3 613,2	2 889,5	2 848,0	2 895,7	2 949,0	3 000,4	3 061,6	3 130,0	3 198,6	3 264,9	3 329,3
WNiP	23,1	23,1	24,3	19,0	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7	46,7
Aktywa z tyt. odroczonego podatku	1,9	1,8	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Należności handlowe	0,8	1,4	1,5	1,3	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	90,9	101,4	101,4	101,4	101,4	101,4	101,4	101,4	101,4	101,4
Aktywa obrotowe	421,5	570,1	634,3	641,0	752,5	893,7	1 026,4	1 187,1	1 372,1	1 538,6	1 704,2	1 852,0	1 984,6
Zapasy	55,4	111,5	132,5	103,1	88,8	69,8	52,1	31,8	48,5	49,3	44,4	39,6	34,8
Należności handlowe	238,6	244,7	300,6	240,2	292,7	293,9	303,1	312,0	322,5	331,9	338,2	342,7	347,1
Nadpłacony podatek	7,0	1,9	5,7	32,0	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	262,0	366,1	525,0	666,3	838,4	996,2	1 152,5	1 316,6	1 464,8	1 597,7
Aktywa Razem	3 485,2	3 844,1	4 364,4	3 644,0	3 755,9	3 944,8	4 130,8	4 342,8	4 589,1	4 823,9	5 058,1	5 272,3	5 469,2
Kapitały własne	2 296,4	2 455,5	2 523,8	2 122,6	2 290,2	2 477,9	2 654,7	2 857,9	3 093,6	3 319,1	3 547,0	3 756,7	3 949,2
Zobowiązania dl term	773,1	579,6	1 171,3	1 117,3	1 063,1	1 063,1	1 063,1	1 063,1	1 063,1	1 063,1	1 063,1	1 063,1	1 063,1
Kredyty i pożyczki	421,0	0,0	13,2	18,3	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Zobowiązania podatkowe	75,1	99,8	114,2	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8
Rezerwy z tyt. pracowniczych	152,1	160,5	186,2	201,8	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6	225,6
Rezerwy pozostałe	89,9	85,3	123,6	130,2	124,2	124,2	124,2	124,2	124,2	124,2	124,2	124,2	124,2
Zobow. z tyt. obligacji	0,0	200,0	700,0	700,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
Pozostałe	35,1	34,1	34,0	29,2	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7	54,7
Zobowiązania kr term	415,7	809,0	669,3	404,1	402,6	403,8	412,9	421,8	432,3	441,7	448,1	452,5	456,9
Kredyty i pożyczki	20,0	421,0	100,5	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Rezerwy z tyt. pracowniczych	40,6	39,6	40,5	49,7	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
Zobowiązania podatkowe	46,0	64,8	73,6	81,0	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2	70,2
Zobowiązania handlowe	309,1	277,3	453,2	269,3	292,7	293,9	303,1	312,0	322,5	331,9	338,2	342,7	347,1
Pozostałe	0,0	6,3	1,5	1,0	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Razem zobowiązania	1 188,8	1 388,6	1 840,6	1 521,4	1 465,6	1 466,8	1 476,0	1 484,9	1 495,4	1 504,8	1 511,1	1 515,6	1 520,0
Pasywa razem	3 485,2	3 844,1	4 364,4	3 644,0	3 755,9	3 944,8	4 130,8	4 342,8	4 589,1	4 823,9	5 058,1	5 272,3	5 469,2
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	661,7	726,0	712,9	729,6	594,1	554,6	603,3	650,0	661,6	701,6	724,3	734,6	743,5
CF inwestycyjny	-604,7	-639,2	-716,9	-440,7	-382,5	-395,7	-405,6	-408,0	-421,8	-434,1	-442,4	-448,2	-454,0
CF finansowy	-39,3	4,6	-12,5	-222,3	-107,5	0,0	-56,3	-69,9	-81,9	-111,2	-117,8	-138,3	-156,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	17,7	91,5	-16,5	66,6	104,0	159,0	141,3	172,1	157,8	156,3	164,1	148,1	133,0
Środki pieniężne sop	102,8	120,6	212,0	195,5	262,0	366,1	525,0	666,3	838,4	996,2	1 152,5	1 316,6	1 464,8
Środki pieniężne eop	120,6	212,0	195,5	262,0	366,1	525,0	666,3	838,4	996,2	1 152,5	1 316,6	1 464,8	1 597,7

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena akcji	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5	74,5
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]	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543
P/E	8,2x	7,7x	9,3x	-9,1x	14,1x	13,5x	10,9x	9,3x	8,0x	7,6x	7,4x	7,3x	7,3x
EV/EBITDA	4,2x	3,9x	4,2x	48,8x	4,7x	4,4x	3,8x	3,3x	2,9x	2,6x	2,3x	2,1x	1,9x
EV/EBIT	7,4x	7,0x	8,7x	-9,2x	11,9x	10,6x	8,4x	6,8x	5,5x	4,8x	4,4x	4,0x	3,7x
P/BV	1,1x	1,0x	1,0x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
EV [mln PLN]	2 864	2 958	3 162	3 003	2 801	2 642	2 501	2 329	2 171	2 015	1 851	1 703	1 570
Dług netto [mln PLN]	320	414	619	459	258	99	-42	-214	-372	-528	-693	-841	-974
Dług %	441	626	814	721	624	624	624	624	624	624	624	624	624
Środki pieniężne	121	212	195	262	366	525	666	838	996	1 153	1 317	1 465	1 598
Zobowiązania pracownicze	193	200	227	252	259	259	259	259	259	259	259	259	259
Dług netto/EBITDA	0,5x	0,5x	0,8x	0,7x	0,4x	0,2x	-0,1x	-0,3x	-0,5x	-0,7x	-0,9x	-1,0x	-1,2x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	0,9x	1,1x	1,4x	1,4x	1,5x	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
DPS [PLN]	4,0	5,0	5,8	3,5	0,0	0,0	1,6	2,0	2,4	3,3	3,5	4,1	4,6
Div yield	5%	7%	8%	5%	0%	0%	2%	3%	3%	4%	5%	5%	6%
Dane operacyjne	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Produkcja [mln ton]	7,78	8,35	9,19	8,46	9,07	9,12	9,14	9,15	9,27	9,30	9,30	9,30	9,30
Sprzedaż [mln ton]	7,80	8,15	9,16	8,56	9,12	9,16	9,18	9,19	9,24	9,30	9,31	9,31	9,31
Zapasy [mln ton]	0,02	0,22	0,31	0,23	0,18	0,14	0,11	0,07	0,10	0,10	0,09	0,08	0,07
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	237,3	235,3	219,6	218,1	196,4	196,0	202,0	208,0	214,0	219,0	223,0	226,0	229,0
Szacunkowy UMCC [PLN/t]	159,9	153,2	149,9	151,1	135,1	134,3	137,6	139,1	142,8	144,4	146,3	148,5	150,8

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdom.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	89,49	kupuj	39,80	15.02.2017	10:48 CEST	74,50	57 800
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, od 28.08.2015 r. autorem raportów jest Maciek Bobrowski

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17

Kupuj	4	67%
Akumuluj	2	33%
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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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 obciążona 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 redukcować 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 inwestycyjna 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 15.02.2017 roku (10:48 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.02.2017 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 rekomendacje 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 15.02.2017 roku:

- BDM nie 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.

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 zajść 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.