



Dom Maklerski BDM S.A.

## BUMECH

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

WYCENA 21,4 PLN

13 MAJA 2011

Spodziewamy się silnych wyników Bumechu w 1Q'11 i 2Q'11. Oczekujemy, że przychody wzrosną odpowiednio do 21,9 mln PLN (+36,7% r/r) i 26,0 mln PLN (+100,1% r/r), a wynik EBIT odpowiednio do 4,1 mln PLN (+59,1% r/r) i 5,9 mln PLN (+240% r/r). Tym samym cały 2011 rok powinien być znacznie lepszy od 2010 roku (EBIT 18,7 mln PLN, +65,8% r/r, zysk netto 11,4 mln PLN, +70,3% r/r), co sprawia że spółka jest obecnie handlowana z atrakcyjnymi wskaźnikami: P/E'11=8,7x i EV/EBITDA'11=5,0. Dobre wyniki Bumechu, obok ogólnego ożywienia w branży usług górniczych, będzie wspierać silny popyt w segmencie usług związanych z wykorzystaniem małych i średnich kombajnów. Zwracamy uwagę, że ta sytuacja przy jednoczesnej zmianie struktury przychodów spółki (zwiększenie udziału segmentu produkcji kombajnów przy jednoczesnej mniejszej partycypacji segmentu drążenia wyrobisk podziemnych) pozwoli spółce zwiększyć uzyskiwane marże. Uważamy, że tak spozycjonowany na rynku usług górniczych Bumech przynajmniej w kolejnych 2-3 latach powinien korzystać na zwiększeniu nakładów inwestycyjnych przez śląskie i zagraniczne kopalnie. Skłania nas to do rozpoczęcia wydawania rekomendacji dla spółki od zalecenia AKUMULUJ z ceną docelową 21,4 PLN/akcję.

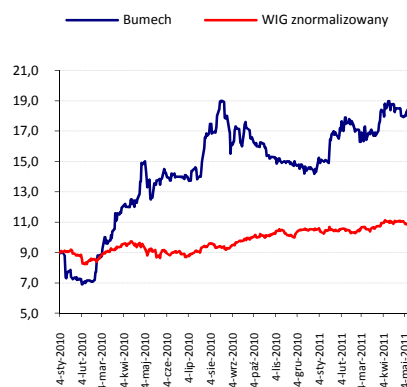
Uważamy, że poprawiająca się koniunktura na węgiel w Polsce pozwoli kopalniom z powodzeniem zrealizować zapowiadane na 2011 rok nakłady inwestycyjne na łączną kwotę ponad 2,5 mld PLN. Rozpoczęcie w 2010 roku produkcji kombajnów chodnikowych pozwoliło Bumechowi skokowo zwiększyć przychody oraz poprawić uzyskiwane marże. Zarząd spółki zamierza w dalszym ciągu dynamicznie rozwijać ten obszar działalności, szczególnie w świetle wzmożonego zapotrzebowania na sprzęt oraz usługi drążeniowe zgłaszanego przez polskie górnictwo. Bumech pozycjonuje się na rynku usług górniczych w segmencie drążenia wyrobisk oraz produkcji małych i średnich kombajnów chodnikowych (AM50 i AM75) używanych w procesie drążenia. Produkowane kombajny są zarówno sprzedawane jak i wykorzystywane na potrzeby własne przy świadczeniu usług w kopalniach.

Zwracamy uwagę, że największą konkurencją na światowym rynku maszyn górniczych – Joy oraz Bucyrus – nie posiadają w swojej ofercie urządzeń typu AM50. Nie posiada ich także Wamag z grupy Kopex. Tym samym większe spółki pozycjonują się na rynku oferując sprzęt cięższy, o wyższej wartości i będący zarazem o wiele bardziej zaawansowanym technicznie (wymóg konieczny przy działalności na zagranicznych rynkach takich jak Australia, Chiny). Taka sytuacja stworzyła jednak ciekawą niszę dla Bumechu, na którym spółka uzyskuje około 30% marżę EBIT. Należy także zwrócić uwagę, że tańszym (jednocześnie mniej zaawansowanym technologicznie) sprzętem są zainteresowane polskie kopalnie, które często nie mają wystarczających środków na inwestycje w cięższe i droższe kombajny. Dostrzegamy także szansę na większą sprzedaż przez Bumech swoich kombajnów na rynkach wschodnich i w Ameryce Południowej, gdzie wiele kopalń zmagają się z podobnymi problemami jakie występują na Śląsku.

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln PLN]	52,9	69,0	92,4	93,5	93,9	94,2
EBITDA [mln PLN]	8,2	16,1	25,7	26,2	29,1	29,3
EBIT [mln PLN]	5,2	11,3	18,7	18,6	20,5	19,9
Zysk netto [mln PLN]	3,0	6,7	11,4	12,9	15,3	15,5
P/BV	3,9	2,4	1,9	1,5	1,2	1,0
P/E	33,0	14,8	8,7	7,7	6,5	6,4
EV/EBITDA	12,8	8,6	5,0	4,5	3,5	2,9
EV/EBIT	20,0	12,2	6,9	6,3	4,9	4,2

Wycena DCF [PLN]	19,8
Wycena porównawcza [PLN]	22,9
Wycena końcowa [PLN]	21,4
Potencjał do wzrostu / spadku	14,2%
Koszt kapitału	10,3%
Cena rynkowa [PLN]	18,71
Kapitalizacja [mln PLN]	99,3
Ilość akcji [mln szt.]	5,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,98
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,0
Stopa zwrotu za 3 mc	5,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	24,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,1%
Struktura akcjonariatu:	
Adam Konopka	17,4%
Mirosław Szmal	16,7%
Idea TFI	14,3%
Pioneer IM	10,4%
Quercus TFI	7,4%
PZU AM	6,8%
Pozostali	26,5%

**Krzysztof Zarychta**  
zarychta@bdm.pl  
tel. (0-32) 208-14-35  
Dom Maklerski BDM S.A.  
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	9
O SPÓŁCE.....	10
PRZEGLĄD SEGMENTÓW SPÓŁKI BUMECH.....	11
PRZYCHODY.....	17
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'10 I 2010.....	20
PROGNOZA WYNIKÓW NA 1Q'11 I 2Q'11.....	21
PROGNOZA PRZYCHODÓW NA LATA 2011-2020 .....	22
RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO .....	24
INWESTYCJE GÓRNICZE.....	27
DANE FINANSOWE .....	29

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Oceniając wartość spółki wykorzystaliśmy także metodę porównawczą do zbliżonych profilem działalności spółek zagranicznych.

Wycena porównawcza Bumechu, oparta na prognozach na lata 2011-2013 dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 22,9 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 19,8 PLN. Wycena końcowa jest średnią arytmetyczną z tych metod i wynosi **21,4 PLN**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	19,8
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	22,9
<b>Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>21,4</b>

Źródło: BDM S.A

W 1Q'11 Bumech rozliczy połowę kontraktu z Silesią, o wartości około 7,5 mln PLN (dostawa 1 kompletu maszyn przodkowych oraz 1 kombajnu AM75). Dodatkowo w przychodach pojawią się jeszcze czynsze związane z dzierżawą 5 sztuk kombajnów AM50, jednego AM75 oraz jednego AM65 (w sumie w dzierżawie będzie 7 sztuk). W segmencie drążenia wyrobisk zakładamy, że spółka wykona prace na odcinku ok. 980 m. Na poziomie skonsolidowanych przychodów (Bumech od 01.01.2011 konsoliduje w ramach grupy przejęty PRG) oczekujemy wyniku równego 21,9 mln PLN (+36,7% r/r). Szacujemy, że wynik operacyjny spółki będzie zbliżony do 4,1 mln PLN (+57,5% r/r), a rentowność EBIT będzie równa 18,8%. Wzrost rentowności będzie wynikał z większego udziału segmentu produkcji maszyn i urządzeń w przychodach spółki oraz, co pokazują wyniki z ostatnich kwartałów, zmianie struktury przychodów na korzyść wysoko marżowej sprzedaży poremontowych kombajnów (proces ten został opisany w rozdziale poświęconym segmentom spółki). Szacujemy, że saldo finansowe w 1Q'11 wyniesie -1,6 mln PLN (Bumech w 1Q'11 uplasował na rynku serie L obligacji o wartości 10,0 mln PLN, co podniesie koszty obsługi zadłużenia, dodatkowo szacujemy na ponad 515 tys. PLN one off związany z rolicznem sprzedaży należności KHW Kopexowi). Po uwzględnieniu podatku dochodowego prognozujemy wynik netto na poziomie 2,1 mln PLN (+5,3% r/r).

W 2Q'11, podobnie jak 1Q'11, Bumech rozliczy drugi kombajn AM75 sprzedany do Silesi wraz z jednym kompletem maszyn przodkowych, 7,5 mln PLN). Obok czynszów za dzierżawę kombajnów, zakładamy też że Bumech rozliczy sprzedaż 4 sztuk kombajnów typu AM50 (dwa na eksport i dwa w kraju). Zakładamy, że spółka wydrąży ok. 700 m wyrobisk. Dlatego spodziewamy się, że przy takiej sprzedaży Bumech osiągnie w 2Q'11 rekordowe przychody ze sprzedaży w kwocie bliskiej 26,0 mln PLN oraz wypracuje zysk operacyjny równy 5,9 mln PLN (+235,2% r/r). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej i podatku dochodowego wynik netto będzie bliski 3,7 mln PLN (+123,6% r/r).

**Uważamy, że spółka działa na bardzo perspektywnym rynku, który wspomaga obecnie coraz lepsza koniunktura na rynku węgla, a dzięki dobrej pozycji w ciekawej niszy „tanich” małych i średnich kombajnów Bumech będzie osiągać znaczny progres przychodów i wyników. Spółka jest obecnie handlowana z P/E'11=8,7x oraz EV/EBITDA'11=5,0x, co implikuje odpowiednio 44,4% i 45,9% dyskonto do mediany spółek z grupy porównawczej. Biorąc powyższe czynniki pod uwagę zdecydowaliśmy się rozpocząć wydawanie rekomendacji dla akcji Bumechu od zalecenia AKUMUKUJ z ceną docelową 21,4 PLN/akcję.**

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji na poziomie 6,08%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

### Główne założenia w modelu:

- W 2011 roku zakładamy sprzedaż 10 sztuk kombajnów typu AM50 oraz 2 sztuk kombajnu typu AM75. Na kolejne lata naszej prognozy zakładamy zwiększenie ilości sprzedawanych AM50 do 14 sztuk (dzięki pozyskaniu nowych rynków eksportowych). Sprzedaż kombajnów typu AM75 w 2011 roku do Silesii traktujemy jako przychodowy one off. Spółka nie chce pozycjonować się mocniej w tym sektorze i zamierza skupić swoją działalność jedynie na kombajnach typu AM50. Na pozostałe lata naszej prognozy nie zakładamy żadnej sprzedaży AM75, a jedynie przedłużenie dzierżawy 1 sztuki, która obecnie znajduje się w posiadaniu spółki AK Inwestor;
- Obecnie Bumech dzierżawi 6 sztuk małych kombajnów AM50 (w tym jeden AM65) oraz 1 sztukę kombajnu AM75. Zarówno na 2011 rok oraz na pozostałe lata naszej prognozy nie zakładamy zwiększenia liczby dzierżawionych maszyn. Spodziewamy się, że segment produkcji maszyn i urządzeń wzrośnie w 2011 roku o 140,3% do poziomu 43,2 mln PLN i będzie stanowił główny motor wzrostu przychodów i marż spółki;
- Od 2H'11 oraz na kolejne lata naszej prognozy zakładamy mocny wzrost sprzedaży eksportowej kombajnów. Zakładamy, że spółka będzie kontynuować ekspansję w Rosji oraz w krajach Ameryki Południowej, gdzie powstaje obecnie sporo kopalnianych start-up (mocno popyt na usługi drążeniowe i małe kombajny AM50 przy ograniczonej liczbie producentów tego sprzętu);
- W naszej prognozie szacujemy, że Bumech wydrąży w 2011 roku 3,8 km wyrobisk, co będzie poziomem zbliżonym do prac z 2010 roku. Na kolejne lata pozostawiliśmy tą liczbę na niezmiennym poziomie, niemniej to założenie może okazać się mocno konserwatywne, ze względu na rozszerzenie kompetencji spółki w tym zakresie o uprawnienia PRG;
- Zgodnie ze strategią rozwoju spółki, zmiana struktury przychodów polegająca na większym udziale segmentu produkcji kombajnów przy jednoczesnej mniejszej partycypacji segmentu drążenia wyrobisk podziemnych pozwoli spółce zwiększyć uzyskiwane marże (produkcja kombajnów przynosi ok. 30% marży EBIT, podczas gdy drążenie wyrobisk ok. 11% marży EBIT). Szacujemy marżę zysku operacyjnego w 2011 roku na poziomie 20,3%;
- Stawkę amortyzacji dzierżawionych kombajnów przyjęliśmy na poziomie 20%;
- W naszej prognozie uwzględniamy wydatki inwestycyjne związane z budową centrum wytaczarskiego (2,0 mln PLN), zakupem obrabiarek (1,8 mln PLN) oraz zrobotyzowaniem stanowiska pracy (0,9 mln PLN z czego 0,5 mln PLN będzie pochodzić z dotacji UE);
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2%.

### Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2020.
- Wycena została sporządzona na dzień 13.05.2011 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie **105,0 mln PLN**, a w przeliczeniu na 1 akcję **19,8 PLN**.

**Model DCF**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	92,4	93,5	93,9	94,2	94,6	95,0	95,3	95,7	96,1	96,5
EBIT [mln PLN]	18,7	18,6	20,5	19,9	19,9	19,4	18,7	18,1	17,5	16,8
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,6	3,5	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2
NOPLAT [mln PLN]	15,2	15,1	16,6	16,1	16,1	15,7	15,2	14,7	14,1	13,6
Amortyzacja [mln PLN]	7,0	7,6	8,6	9,4	8,3	8,1	8,8	9,3	9,7	10,1
CAPEX [mln PLN]	-9,7	-7,5	-7,5	-7,5	-21,1	-11,8	-7,5	-7,5	-7,5	-21,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
FCF [mln PLN]	11,7	14,7	17,5	17,9	3,1	11,8	16,3	16,3	16,2	2,4
DFCF	11,1	12,6	13,6	12,6	2,0	6,8	8,5	7,7	6,9	0,9
Suma DFCF [mln PLN]	82,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	159,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	61,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	143,9									
Dług netto [mln PLN]	38,9									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>105,0</b>									
Ilość akcji [tys.]	5 308,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>19,8</b>									

*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%*

Przychody zmiana r/r	33,9%	1,1%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
EBIT zmiana r/r	65,8%	-0,5%	9,9%	-3,0%	0,1%	-2,6%	-3,2%	-3,4%	-3,6%	-3,7%
Marża EBITDA	27,8%	28,1%	31,0%	31,1%	29,8%	28,9%	28,8%	28,6%	28,3%	27,9%
Marża EBIT	20,3%	19,9%	21,8%	21,1%	21,0%	20,4%	19,7%	18,9%	18,2%	17,4%
Marża NOPLAT	16,4%	16,1%	17,7%	17,1%	17,0%	16,5%	15,9%	15,3%	14,7%	14,1%
CAPEX / Przychody	10,5%	8,0%	8,0%	8,0%	22,3%	12,4%	7,9%	7,8%	7,8%	21,9%
CAPEX / Amortyzacja	139,2%	98,5%	87,0%	79,4%	254,8%	145,3%	85,5%	80,7%	77,1%	209,0%
Zmiana KO / Przychody	0,8%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,0%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%

Źródło: BDM S.A

**Kalkulacja WACC**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Stopa wolna od ryzyka	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	3,00
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	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Udział kapitału własnego	65,7%	74,9%	84,0%	89,4%	90,5%	90,5%	90,5%	90,4%	90,4%	90,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	34,3%	25,1%	16,0%	10,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%
WACC	9,4%	9,8%	10,3%	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%

Źródło: BDM S.A

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Beta	0,7	17,4	18,3	19,4	20,7	22,4	24,5	27,2	31,1	36,7
	0,8	16,5	17,3	18,3	19,4	20,9	22,7	25,1	28,2	32,7
	0,9	15,6	16,4	17,2	18,3	19,6	21,1	23,1	25,8	29,5
	1,0	14,9	15,5	16,3	17,2	18,3	19,8	21,5	23,7	26,8
	1,1	14,1	14,7	15,4	16,3	17,3	18,5	20,0	21,9	24,5
	1,2	13,5	14,0	14,6	15,4	16,3	17,3	18,6	20,3	22,5
	1,3	12,8	13,3	13,9	14,6	15,3	16,3	17,4	18,9	20,7

Źródło: BDM S.A

**Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko**

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,0%	30,9	29,3	27,8	26,5	25,2	24,1	23,0	22,0	21,1
	4,0%	27,4	25,6	24,1	22,7	21,4	20,3	19,2	18,2	17,3
	5,0%	24,5	22,7	21,1	19,8	18,5	17,3	16,3	15,3	14,5
	6,0%	22,0	20,3	18,7	17,3	16,1	15,0	14,0	13,1	12,3
	7,0%	20,0	18,2	16,7	15,3	14,2	13,1	12,1	11,3	10,5
	8,0%	18,2	16,5	15,0	13,7	12,5	11,5	10,6	9,8	9,1
	9,0%	16,7	15,0	13,5	12,3	11,2	10,2	9,3	8,6	7,9

Źródło: BDM S.A

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	-3,00%
premia za ryzyko	3,0%	18,3	19,4	20,6	22,1	24,0	26,5	29,8	34,5	41,6
	4,0%	16,5	17,3	18,3	19,4	20,9	22,7	25,1	28,2	32,7
	5,0%	14,9	15,5	16,3	17,2	18,3	19,8	21,5	23,7	26,8
	6,0%	13,5	14,0	14,6	15,4	16,3	17,3	18,6	20,3	22,5
	7,0%	12,2	12,7	13,2	13,8	14,5	15,3	16,4	17,6	19,2
	8,0%	11,2	11,5	12,0	12,5	13,0	13,7	14,5	15,4	16,6
	9,0%	10,2	10,5	10,9	11,3	11,7	12,3	12,9	13,7	14,6

Źródło: BDM S.A

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2011-2013 do wybranych spółek. Dla wszystkich lat przejęliśmy wagi równe 33%. Wycenę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E, oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). Do uzyskanej wyceny zdecydowaliśmy się zastosować 30% dyskonto ze względu na: i) niszową działalność i mało zdywersyfikowany portfel przychodów, co ogranicza konkurencyjność i potencjalnie implikuje wysoką zmienność wyników Bumechu, ii) niskie zaawansowanie technologiczne względem porównywanych spółek, iii) relatywnie niską kapitalizację (co może ograniczać atrakcyjność inwestycyjną). **Ostatecznie wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 121,8 mln PLN, czyli 22,9 PLN/akcję.**

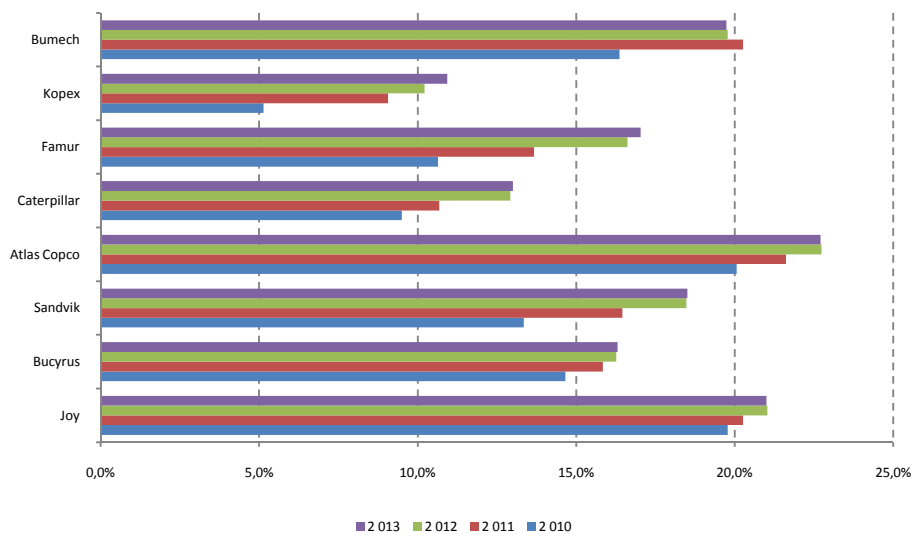
Obok największych spółek z branży – amerykańskich potentatów Joy oraz Bucyrus – zdecydowaliśmy się umieścić w naszej wycenie spółki: Sandvik, Atlas Copco, Caterpillar oraz największych w Polsce konkurentów – spółki Famur i Kopex. Sandvik zajmuje się produkcją narzędzi górniczych oraz dostarczaniem rusztowań i konstrukcji związanych z inwestycjami i modernizacją kopalni. Atlas Copco specjalizuje się w dostarczaniu maszyn wytwarzających sprężone powietrze oraz maszyn budowlanych i górniczych. Caterpillar to największa spółka na świecie, która zajmuje się produkcją maszyn i urządzeń. W ofercie znajdują się m.in. koparki, ładowarki, wozy odstawcze, dostawcze skierowane dla górnictwa odkrywkowego.

### Wycena porównawcza

	P/E				EV/EBITDA			
	2010	2011P	2012P	2013P	2010	2011P	2012P	2013P
Joy	20,1	16,6	13,7	12,7	12,8	10,1	8,1	7,4
Bucyrus	19,5	15,6	13,3	12,3	15,7	11,3	9,8	9,1
Sandvik	20,5	13,8	10,4	9,7	12,4	8,9	7,0	6,6
Atlas Copco	19,5	15,6	12,9	12,1	14,1	11,5	9,4	8,8
Caterpillar	25,4	17,0	12,1	11,3	19,5	14,3	10,3	9,6
Famur	21,7	16,3	14,3	13,6	18,2	13,0	10,5	9,1
Kopex	47,1	15,3	11,6	9,8	22,3	11,2	8,4	6,8
Mediana	20,3	15,6	12,9	12,1	15,7	11,3	9,4	8,8
Bumech	14,8	8,7	7,7	6,5	12,2	6,9	6,3	4,9
Premia/dyskonto do spółki	-27,3%	-44,4%	-40,2%	-46,1%	-22,0%	-38,6%	-32,8%	-43,7%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		33,7	31,3	34,7		34,1	29,5	33,4
Waga roku		33,3%	33,3%	33,3%		33,3%	33,3%	33,3%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>			<b>33,0</b>				<b>32,3</b>	
Waga wskaźnika			50%				50%	
Premia / dyskonto	-30,0%							
<b>Wycena spółki [mln PLN]</b>	<b>121,8</b>							
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>22,9</b>							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Porównanie rentowności EBIT**



Źródło: BDM S.A., Bloomberg



## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Rynek kombajnów chodnikowych używanych i „do remontu”.** Rynek ten może wyczerpać się w okresie 2-3 lat, co sprawi, że Bumech będzie musiał szukać innych źródeł przychodów. Taka sytuacja może negatywnie wpłynąć na ich wielkość i generowane marże;
- **Znaczne uzależnienie wartości przychodów od koniunktury w branży górniczej węgla.** W przypadku drugiej fali kryzysu finansowego światowe rynki surowcowe mogą zostać poddane mocnej przecenie, a tym samym mocno ograniczyć skalę potencjalnych inwestycji górniczych;
- **Płynność kopalni.** W przypadku załamania koniunktury na rynku węgla może nastąpić wydłużenie cyklu rotacji należności Bumechu;
- **Brak dotacji dla polskiego górnictwa.** Nowa propozycja unijnej dyrektywy zakłada pomoc państwa dla kopalni do 2014 roku tylko dla podmiotów, które będą podlegać likwidacji. Nowe prawo zakłada zniesienie dofinansowania do inwestycji początkowych i prowadzonych przez kopalnie;
- **Prywatyzacja polskiego górnictwa.** Długo zapowiadana prywatyzacja polskiego górnictwa prawdopodobnie w połowie 2011 roku stanie się faktem. Jako pierwsza ma zostać sprywatyzowana JSW. Większościowy pakiet akcji ma zostać wprowadzie udziałem Skarbu Państwa, niemniej nowi właściciele będą starać się poprawić efektywność zarządzania majątkiem spółek, co może doprowadzić do rosnącej presji na oferowane przez Bumech marże.

## O SPÓŁCE

Bumech jest przedsiębiorstwem działającym w branży maszynowej, którego produkty i usługi znajdują zastosowanie w górnictwie. W 2009 roku spółka kupiła od Huty Szopienice za kwotę 6,5 mln PLN grunt i halę w Katowicach – Szopienicach, gdzie znajduje się obecnie główny zakład produkcyjny spółki i siedziba zarządu. Bumech wynajmuje także 2000 m<sup>2</sup> na terenie elektrociepłowni w Tychach. Do lipca 2011 roku działalność w Tychach ma zostać przeniesiona do Szopienic, co pozwoli zmniejszyć spółce część kosztów ogólnych (miesięczny czynsz za dzierżawę terenu w Tychach to około 40 tys. PLN). Początkowo spółka specjalizowała się w serwisie, utrzymaniu ruchu oraz remontach maszyn i urządzeń górniczych. W 2007 roku Bumech zaczął świadczyć usługi drążenia wyrobisk podziemnych w kopalniach węgla kamiennego. Po dwóch latach działalności spółki w tym segmencie rynku usług górniczych, Bumech postanowił zająć się także produkcją małych kombajnów chodnikowych typu AM50, a obecnie także AM75. Produkcja kombajnów i ich zastosowanie jest bowiem bardzo kontemplarne do usług związanych z drążeniem wyrobisk. Produkowane przez Bumech kombajny chodnikowe są sprzedawane, dzierżawione lub też wykorzystywane na własne potrzeby przy realizacji kontraktów drążeniowych w podziemiach kopalń. Ponadto spółka wykonuje instalacje przemysłowe i urządzenia na rzecz innych gałęzi przemysłu, takich jak np. energetyka zawodowa.

## STRATEGIA

Rozpoczęcie w 2010 roku faktycznej produkcji kombajnów chodnikowych pozwoliło spółce skokowo zwiększyć przychody oraz poprawić uzyskiwane marże. Zarząd spółki zamierza w dalszym ciągu dynamicznie rozwijać ten obszar działalności Bumechu, szczególnie w świetle wzmożonego zapotrzebowania na sprzęt oraz usługi drążeniowe zgłaszanego przez polskie górnictwo. Spółka będzie wykorzystywać do tego celu indywidualnie przygotowywane zestawy urządzeń. Bumech, bazując na rozwiniętym zapleczu remontowo-warsztatowym, które stanowiło podłoże dotychczasowej działalności, rozbudowuje ofertę drążenia wyrobisk przy użyciu własnych maszyn. Docelowo ma to być podstawowy przedmiot działalności (w 2010 roku ok. 27% przychodów), stanowiący również w dużej części źródło sprzedaży wewnętrznej, generując zapotrzebowanie na własne usługi remontowe. Zwracamy uwagę, że zmiana struktury przychodów pozwoli spółce zwiększyć uzyskiwane marże (produkcja kombajnów przynosi ok. 30% marży EBIT, podczas gdy drążenie wyrobisk ok. 11% marży EBIT).

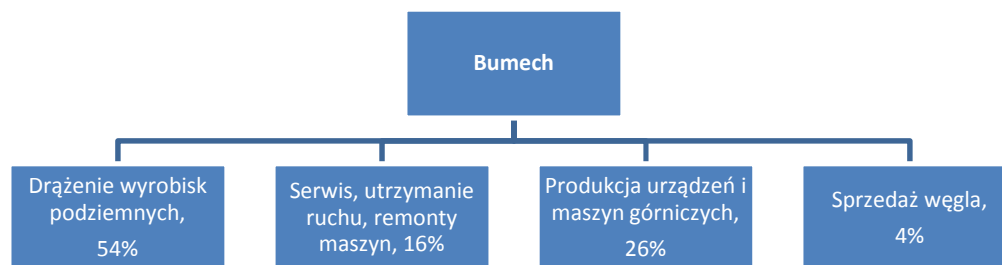
## NABYCIE PRG

W grudniu 2010 roku Bumech nabył Przedsiębiorstwo Robót Górniczych sp. z o.o. PRG sp. z o.o. została zawiązana pod koniec 2009 roku przez spółkę matkę – PRG SA. łączną cenę sprzedaży ustalono na blisko 2,5 mln PLN, niemniej płatność ta została skompensowana pulą należności, jaką Przedsiębiorstwo Robót Górniczych SA (sprzedający) miało wobec Bumechu. Przed nabyciem PRG sp. z o.o. Bumech w pracach związanych z drążeniem wyrobisk startował w konsorcjach, ze względu na brak uprawnień związanych z nadzorem oraz odpowiednią kadrą wykonawczą. Ta brakująca płaszczyzna kompetencji, po przejęciu PRG, zostanie wniesiona do Bumechu, dzięki czemu spółka będzie mogła samodzielnie startować w przetargach związanych z drążeniem wyrobisk podziemnych. Drugi aspekt to sprzęt, który w momencie zakupu posiadała spółka (obrabiarki, ładowarki, wiertnice) o wartości ok. 2,0 mln PLN. W 2010 roku PRG osiągnęła 1,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży oraz 75,0 tys PLN zysku netto. Zwracamy jednak uwagę, że spółka nie brała w tym czasie udziału w żadnym większym przetargu, a jej kompetencje i sprzęt zostaną w pełni wykorzystane w połączeniu z potencjałem Bumechu.

## PRZEGLĄD SEGMENTÓW SPÓŁKI BUMECH

Bumech pozycjonuje się na rynku usług górniczych w segmencie drążenia wyrobisk oraz produkcji małych i średnich kombajnów chodnikowych (AM50 i AM75), używanych w procesie drążenia. Produkowane kombajny są zarówno sprzedawane jak i wykorzystywane na potrzeby własne przy usłudze drążenia, co podnosi jej koszt. Zaletą tego drugiego rozwiązania jest dla kopalni pozostawienie kosztu amortyzacji sprzętu na Bumechu, co sprawia, że jest ono często praktykowane. Przy obecnym stanie rozwoju spółki, segmenty drążenie wyrobisk oraz produkcji kombajnów są ze sobą ściśle komplementarne, niemniej spółka przedstawia je osobno. W 2010 roku przychody z tytułu drążenia wyrobisk wyniosły ok. 37,5 mln PLN (54% udział w puli sprzedaży). Przychody z tytułu sprzedaży produkowanych kombajnów były równe ok. 19,0 mln PLN (28% w puli sprzedaży). Pozostałe usługi, związane z serwisem, utrzymaniem ruchu i remontem maszyn wyniosły ok. 10,5 mln PLN (15% w puli przychodów). Sprzedaż węgla, która pozwala udrożnić płatności z KHW, była równa 2,0 mln PLN. Zwracamy uwagę, że zgodnie ze strategią rozwoju spółki, zmiana struktury przychodów polegająca na większym udziale segmentu produkcji kombajnów przy jednoczesnej mniejszej partycypacji segmentu drążenia wyrobisk podziemnych pozwoli spółce zwiększyć uzyskiwane marże (produkcja kombajnów przynosi ok. 30% marży EBIT, podczas gdy drążenie wyrobisk ok. 11% marży EBIT).

Segmenty Bumechu oraz udział w przychodach w 2010 roku

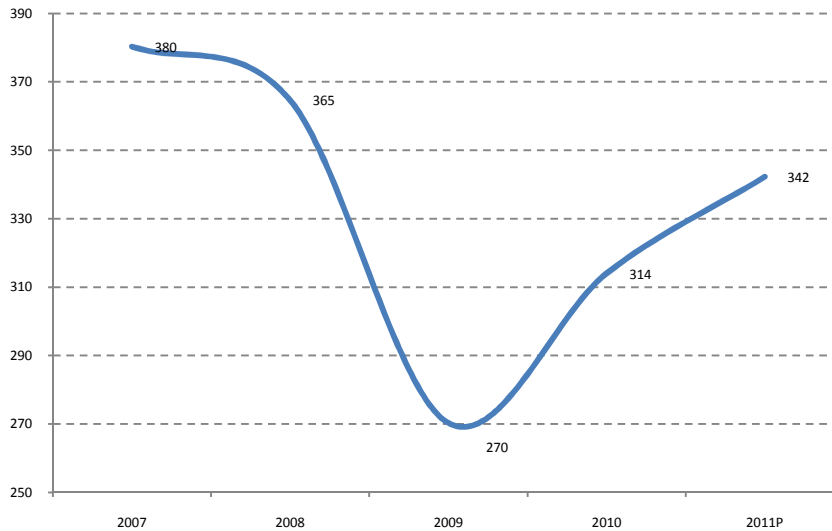


Źródło: BDM S.A., Spółka

### SEGMENT DRAŻENIE WYROBISK

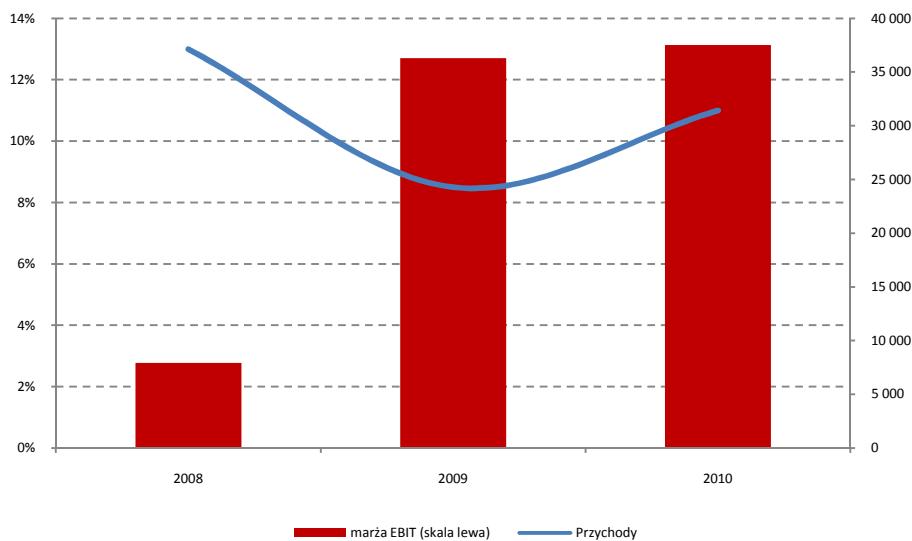
W 2007 roku Bumech poszerzył swoje dotychczasowe usługi (serwis, utrzymanie ruchu, remonty maszyn) o drążenie wyrobisk podziemnych w kopalniach, co oznacza wykonawstwo chodników w podziemiach kopalń węgla kamiennego i innych surowców mineralnych. Utrzymanie ruchu energomechanicznego obejmuje zarówno serwisowanie i naprawę maszyn, jak i zabezpieczanie materiałów eksploatacyjnych oraz części zamiennych niezbędnych do ich prawidłowego funkcjonowania. Prace związane z drążeniem przodków są prowadzone z wykorzystaniem urządzeń kopalni lub też własnym sprzętem: kombajnami chodnikowymi, podajnikami taśmowymi i zgrzeblowymi, urządzeniami wentylacyjno – odpylającymi i klimatyzacyjnymi. Do końca 2010 roku tego typu prace były dotychczas prowadzone w ramach umów konsorcjalnych wraz z innymi podmiotami, a w ich zakresie Bumech wykonywał obowiązki utrzymania ruchu energomechanicznego dla wykorzystywanych maszyn i urządzeń. Wraz z nabyciem pod koniec 2010 roku 100% udziałów w PRG Sp. z o.o Bumech stworzył sobie bazę do kompleksowego wykonywania robót górniczych bez potrzeby powoływania konsorcjantów. Do połowy marca Bumech wydrążył 15,5 km bieżących wyrobisk podziemnych, m.in w następujących podmiotach:

- 6,5 tys. m na KWK Wujek,
- 3,0 tys. m na KWK Mysłowice – Wesoła,
- 2,0 tys. m na KWK Wieczorek,
- 1,0 tys. m na KWK Murcki,
- 2,0 tys. m na KWK Knurów-Szczygłowiec,
- 0,6 tys. m na KWK Pniówek,
- 0,3 tys. m na KWK Jas-Mos.

**Wydrążone wyrobiska w Polsce [km]**


Źródło: szacunki BDM S.A, Ministerstwo Gospodarki

Bumech wydrążył w 2010 roku ok. 4 km wyrobisk. Cały rynek wyrobisk w Polsce w 2010 roku, zgodnie z danymi Ministerstwa Gospodarki należy szacować na 314 km, a wartościowo na 3,1 mld PLN (1 metr wydrążonego wyrobiska to koszt około 10 tys. PLN). Oznacza to realizację przedłużenia lub też powstania ok. 200 przodków. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę, że około 65% przodków kopalnie realizują same, przy udziale własnych ludzi i sprzętu, a realizacja około 35% (70 przodków) jest zlecana na zewnątrz. Implikuje to udział w rynku drążenia wyrobisk Bumechu na 2%. Tak niski udział spółki stwarza duże podstawy do tezy, iż Bumech posiada znaczne możliwości zwiększenia swojej partycypacji w rynku. Obecny backlog Bumechu w tym segmencie (na koniec 1Q'11) do końca 1H'12 wynosi ponad 4,8 km, co oznacza wzrost względem 2010 roku o ok. 20%. W naszej prognozie zakładamy wydrążenie w 2011 roku przez Bumech jedynie 3,8 km wyrobisk, co będzie poziomem zbliżonym do prac z 2010 roku. Na kolejne lata pozostawiliśmy tę liczbę na niezmiennym poziomie, niemniej to założenie może okazać się mocno konserwatywne, ze względu na rozszerzenie kompetencji spółki w tym zakresie o uprawnienia PRG. Wzrost całego rynku wyrobisk w 2011 roku szacujemy na ok. 11%, głównie za sprawą bardzo dużych prac udostępniających zlecanych przez JSW.

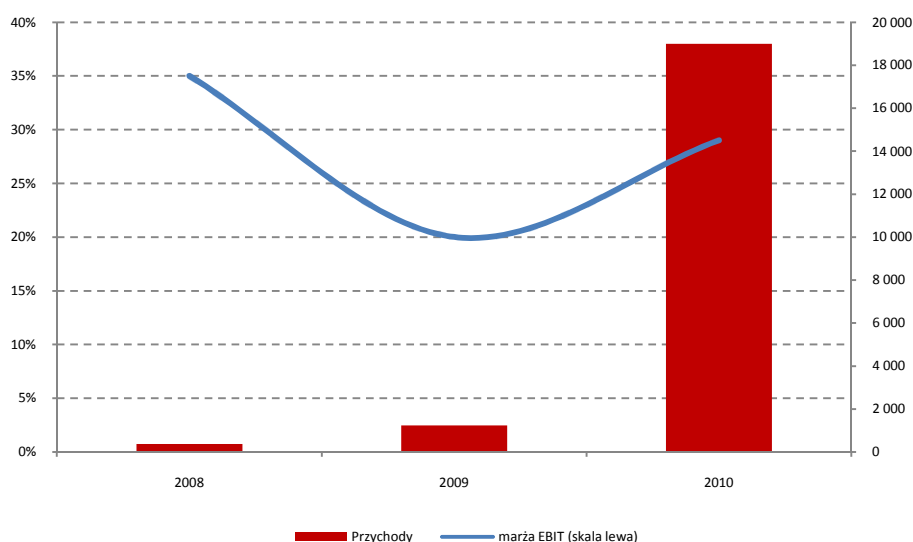
**Segment drążenie wyrobisk [tys. PLN]**


Źródło: szacunki BDM S.A, Spółka

## SEGMENT PRODUKCJI I SPRZEDAŻY MASZYN I URZĄDZEŃ DLA GÓRNICTWA PODZIEMNEGO

Od 2009 roku Bumech produkuje małe kombajny chodnikowe AM50. Pierwsza sprzedaż miała miejsce w 2010 roku. Urządzenie produkowane przez Bumech posiada certyfikat dopuszczający do eksploatacji w podziemnych wyrobiskach górniczych zagrożonych wybuchem metanu i pyłu węglowego. Produkowane przez Bumech kombajny chodnikowe typu AM50 są sprzedawane, dzierżawione jak również wykorzystywane na potrzeby własne przy realizacji kontraktów krążeniowych w podziemiach kopalń. W 2010 roku spółka wyprodukowała 7 maszyn typu AM50, z czego wszystkie zostały sprzedane. Działalność spółki w tym segmencie skupia się obecnie na produkcji małych i średnich kombajnów chodnikowych AM50 oraz AM75. Rozpoczęcie produkcji kombajnów typu AM75 było podyktowane przede wszystkim zaspokojeniem własnych potrzeb spółki, związanych z wejściem na trudniejsze odcinki prac udostępniających, gdzie sprawdzają się urządzenia o masie powyżej 60 ton, jak AM75. Sprzedaż kombajnów typu AM75 w 2011 roku do Silesii traktujemy jednak jako przychodowy one off. Spółka nie chce pozycjonować się mocniej w tym sektorze i zamierza skupić swoją działalność jedynie na kombajnach typu AM50.

Segment produkcji maszyn [tys. PLN]

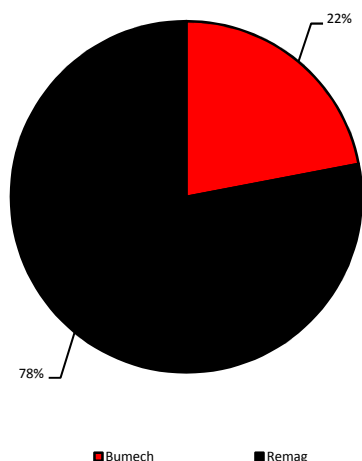


Źródło: szacunki BDM S.A, Spółka

### Sektor kombajnów typu AM50

W 2010 roku w polskim górnictwie pracowało około 160 sztuk kombajnów chodnikowych typu AM50. Liczona w sztukach sprzedaż tych urządzeń dla kopalni wyniosła ok. 18 sztuk, z czego 4 na rynku uplasował Bumech. Pozostałe 3 sztuki sprzedanych kombajnów Bumechu AM50 trafiły do pośredników i spółek pozagórnicznych. Sprzedane 4 sztuki kombajnów implikują udział Bumechu w rynku na poziomie około 22%. Pozostałą część rynku zagospodarowuje Remag.

Udziały w rynku małych kombajnów AM50 w 2010 roku



Źródło: szacunki BDM S.A.

Patrząc na rynek małych kombajnów należy zwrócić uwagę na bardzo duży udział Remagu, który według naszych szacunków wyniósł w 2010 roku ok. 78%. Jednostki Remagu były produkowane najczęściej w latach '80 ubiegłego wieku, są one obecnie dość stare i często nie posiadają omawianej wcześniej certyfikacji. W naszej ocenie obecne silne zaawansowanie technologiczne Famuru wyklucza opłacalną produkcję starych technicznie kombajnów typu AM50. Uważamy, że udział Remagu w rynku małych kombajnów będzie systematycznie spadał. Naturalnym beneficjentem do zagospodarowania tej niszy będzie Bumech, który kupując kombajny w tzw. drugim obiegu, posiada ciąg produkcyjny do ich modernizacji, know how oraz certyfikację. Zwracamy uwagę, że największą konkurencją na światowym rynku maszyn górniczych – Joy oraz Bucyrus – nie posiadają w swojej ofercie urządzeń typu AM50. Nie posiada ich także Wamag, z grupy Kopex. Jest to związane z jednej strony z koniecznością posiadania starych ciągów produkcyjnych, a z drugiej z ewentualnym przymusem powrotu wdrażania technologii sprzed 30 lat. Tym samym większe spółki pozycjonują się na rynku oferując sprzęt cięższy, o wyższej wartości i będący zarazem o wiele bardziej zaawansowany technicznie (wymóg konieczny przy działalności na zagranicznych rynkach takich jak Australia, Chiny). Otwiera to jednak intratny obszar rynku dla Bumechu, na którym spółka uzyskuje około 30% marże EBIT. Należy także zwrócić uwagę, że tańszym (jednocześnie mniej zaawansowanym technologicznie sprzętem) są zainteresowane polskie kopalnie, które często nie mają wystarczających środków na inwestycje w cięższe i droższe kombajny. Przykładowo, zmodernizowany kombajn Bumechu typu AM50 kosztuje około 2,5 mln PLN, podczas gdy jego nowy odpowiednik stanowi koszt rzędu 5-7 mln PLN.

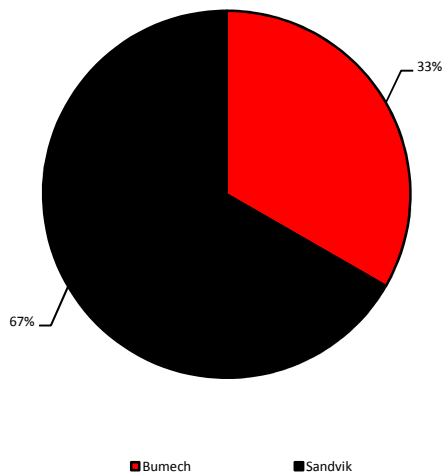
Do maja 2011 roku na polskim rynku zostało zagospodarowane 15 sztuk kombajnów typu AM50, z czego 5 dzierżawi Bumech (w sumie w dzierżawie znajduje się 6 sztuk, wliczając 1 sztukę AM65). W całym 2011 roku szacujemy sprzedaż AM50 na 30-40 sztuk. Spodziewamy się sprzedania przez spółkę w 2011 roku 10 sztuk kombajnów AM50 (do maja Bumech sprzedał 4 sztuki). Uważamy, że w 2H'11 spółka mocno zwiększy sprzedaż eksportową i pozyska nowych kontrahentów za granicą (głównie rynek Rosyjski oraz Ameryka Południowa). Na pozostałe lata naszej prognozy zakładamy sprzedaż nowych AM50 na poziomie 14 sztuk. W naszej ocenie połowa będzie uplasowana zagranicą, 6 sztuk trafi do firm działających w Polsce, a 1 sztuka rocznie zostanie sprzedana polskim kopalniom. Uważamy, że stan obecnie dzierżawionych 6 sztuk mniejszych kombajnów (5 AM50 oraz 1 AM65) nie zwiększy się w kolejnych latach prognozy.

### Sektor kombajnów typu AM75

W 2010 roku Bumech wprowadził na polski rynek 3 sztuki kombajnów chodnikowych typu AM75. Urządzenia spółki pracują obecnie na kopalniach: Krupiński, Jas-Mos oraz Strzygłowice. Wprowadzenie przez zarząd do oferty Bumechu większych i cięższych kombajnów typu AM75 spotkało się z bardzo ciepłym przyjęciem na polskim rynku usług górniczych. Na przełomie 2010/2011 roku Bumech podpisał bowiem z kopalnią Silesia w Czechowicach-Dziedzicach umowę sprzedaży dwóch sztuk urządzeń AM75 o wartości 10,3 mln PLN. Do końca 1Q'11 jedna sztuka została już dostarczona i rozliczona, drugi kombajn będzie dostarczony w kwietniu. Dodatkowo, umowy z kopalnią Silesia zakładają dostarczenie dwóch kompletów urządzeń zintegrowanego zespołu maszyn przodkowych o wartości 4,3 mln PLN. Sprzedaż kombajnów typu AM75 w 2011 roku do Silesii traktujemy jako przychodowy one off. Spółka nie chce pozycjonować się mocniej w tym sektorze i zamierza skupić swoją działalność jedynie na kombajnach typu AM50. Na pozostałe lata naszej prognozy nie zakładamy żadnej sprzedaży AM75, a jedynie przedłużenie dzierżawy 1 sztuki, która obecnie znajduje się w posiadaniu spółki AK Inwestor.

Biorąc pod uwagę datę podpisania umowy z Silesią, Bumech posiadał w 2010 roku 66% udział w rynku sprzedanych średnich kombajnów AM75. Jedną sztukę sprzętu sprzedał jeszcze Sandvik JSW.

Udziały w rynku średnich kombajnów AM75 w 2010 roku

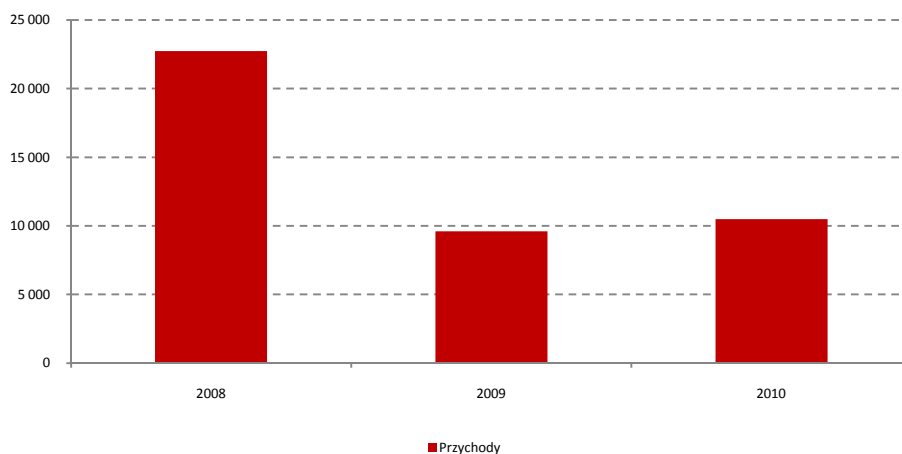


Źródło: szacunki BDM S.A.

## SEGMENT SERWISU RUCHU I UTRZYMANIA MASZYN

W segmencie serwisu i remontów maszyn Bumech funkcjonuje od 2002 roku. Ten obszar działalności spółki jest nastawiony głównie na przemysł wydobywczy i stanowi obecnie pakiet usług stricte kontemplarnych w stosunku do segmentów drążenia wyrobisk i produkcji kombajnów. Działalność serwisowa obejmuje bieżącą naprawę maszyn w trybie ciągłym, która prowadzona jest głównie u klienta. Jeśli prace serwisowe nie mogą się odbywać w warunkach dołowych, urządzenia lub ich podzespoły są transportowane do siedziby spółki i tam wykonuje się stosowane prace. Remonty maszyn są realizowane przede wszystkim w ramach własnego zaplecza remontowo-produkcyjnego. Spółka w tym segmencie sprzedaje swoje usługi, dbając o sprawność urządzeń pracujących głównie w kopalniach węgla kamiennego.

Segment serwisu ruchu i utrzymania maszyn [tys. PLN]

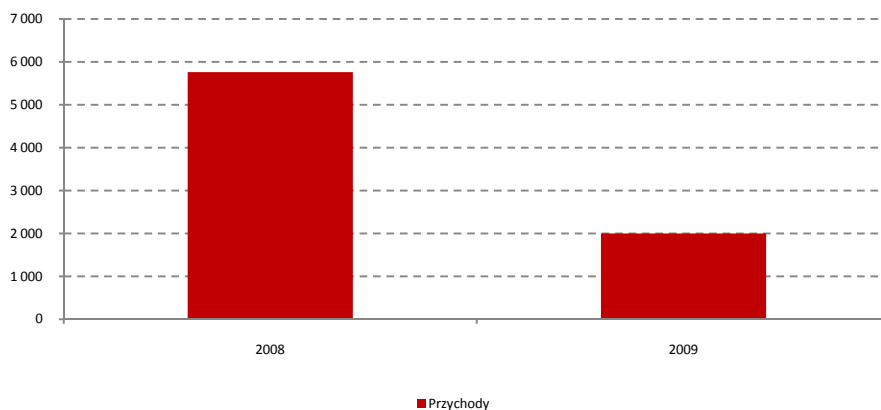


Źródło: szacunki BDM S.A, Spółka

Zwracamy uwagę na spadającą wartość przychodów z tego segmentu oraz ich coraz mniejszy udział w przychodach spółki, przy jednoczesnym intensywnym wzroście przychodów z tytułu sprzedaży kombajnów (2010/2009 +1354% r/r, 2011P BDM/2010 +140,3% r/r). Przy niewiele mniejszych przychodach z tytułu drążenia wyrobisk w 2011 roku (P BDM=35,7 mln PLN, -4,4% r/r) w naturalny sposób zmieni się struktura sprzedaży Bumechu na korzyść wysokomarżowej sprzedaży modernizowanych kombajnów. Na tym tle upatrujemy mocnej przestrzeni do wzrostu rentowności operacyjnej spółki. W 2011 roku spodziewamy się marży EBIT równej 20,3% (16,4% w 2010 roku). Jest to jednak założenie bardzo konserwatywne i zakłada ewentualną deprecjację marż na skutek ryzyka rynkowego. Segment sprzedaży węgla stanowi marginalną działalność spółki (ok. 4% sprzedaży w 2010 roku), a jego obecność jest pochodną zatorów płatniczych po stronie kopalni, które surowcem spłacają część swoich zobowiązań. W 2011 roku wartość tego segmentu przyjęliśmy na poziomie 200 tys. PLN, a na pozostałe lata prognozy 2,0 mln PLN.



## Segment sprzedaży węgla [tys. PLN]



Źródło: szacunki BDM S.A, Spółka

## PRZYCHODY

W 2010 roku Bumech osiągnął przychody ze sprzedaży wyższe o 30,5% wobec 2009 roku i wyniosły one 69 mln PLN. Znakomitą większość w przychodach spółki stanowił segment drążenia wyrobisk podziemnych. Sprzedaż w tym segmencie wzrosła w 2010 roku o ponad 1,0 mln PLN do poziomu 37,3 mln PLN. Drugim zasadniczym obszarem działalności spółki była sprzedaż produkowanych kombajnów, z udziałem w puli przychodów równym 25,9% (17,9 mln PLN). Trzecią grupę sprzedaży stanowił segment serwisu oraz utrzymania ruchu. Jego udział w przychodach spółki wyniósł w 2010 roku 15,5% (10,7 mln PLN; +9,3% r/r). Ostatni segment – sprzedaż węgla – osiągnął sprzedaż równą 2,9 mln PLN (4,2% udział w przychodach spółki).

## Przychody Bumechu [tys. PLN]

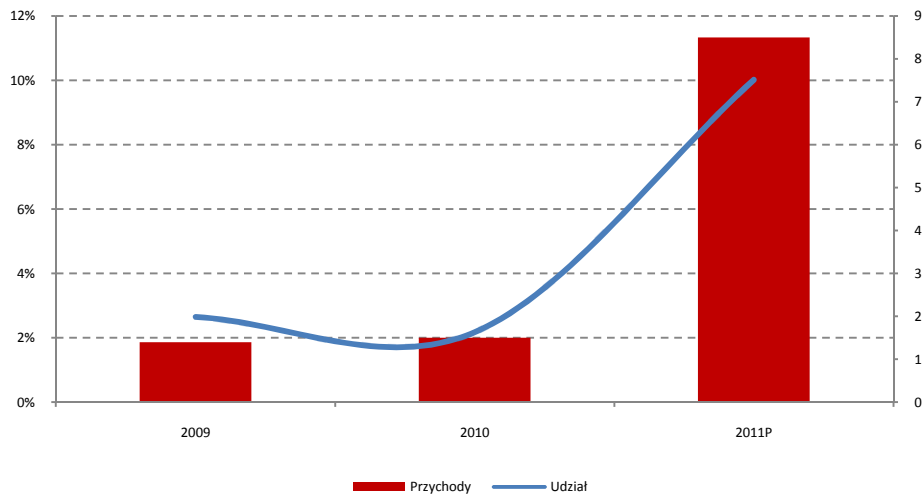
	2006	2007	2008	2009	2010
Drążenie wyrobisk podziemnych	0,0	3,1	7,9	36,3	37,3
Produkcja maszyn i urządzeń górniczych	1,1	2,4	0,4	1,2	17,9
Serwis, utrzymanie ruchu	8,0	8,6	22,7	9,6	10,7
Sprzedaż węgla	0,0	0,0	0,0	5,8	2,9
<b>Suma</b>	<b>9,1</b>	<b>14,1</b>	<b>31,0</b>	<b>52,9</b>	<b>69,0</b>

## Udział

Drążenie wyrobisk podziemnych	0,0%	21,8%	25,6%	68,6%	54,1%
Produkcja maszyn i urządzeń górniczych	12,6%	17,1%	1,2%	2,3%	25,9%
Serwis, utrzymanie ruchu	87,4%	61,1%	73,2%	18,2%	15,5%
Sprzedaż węgla	0,0%	0,0%	0,0%	10,9%	4,2%

Źródło: BDM S.A ; Spółka; \* szacunki własne BDM

Udział sprzedaży na rynkach zagranicznych w ogólnej wartości sprzedaży za 2009 rok wyniósł symboliczne 2%. Spodziewamy się, że podobny udział eksportu utrzymał się w 2010 roku. W opinii zarządu udział sprzedaży eksportowej w 2011 roku zwiększy się do ok. 10% przychodów (8,5 mln PLN). Zgadamy się z tym stanowiskiem, szczególnie w świetle mocnego ożywienia po stronie inwestycji rosyjskich kopalni, które są głównymi zagranicznymi odbiorcami spółki.

**Sprzedaż eksportowa Bumechu [mln PLN]**

Źródło: szacunki BDM S.A.; spółka

**Ważniejsze umowy Bumechu zawarte w 2010-2011 roku oraz backlog [tys. PLN]**

AM50							
		Forma	Sztuk	Gdzie	Miesięczny czynsz	Okres	Łączny przychód
		Dzierżawa	1	Krupiński	45	1Q'10-1Q'13	1 620
		Dzierżawa	1	Ziemowit	45	3Q'10-3Q'13	1 620
		Dzierżawa	1	Ziemowit	45	3Q'10-3Q'13	1 620
	2010	Dzierżawa	1	Bolesław	45	3Q'10-3Q'13	1 620
		Dzierżawa [AM65]	1	Wesoła	50	2Q'09-4Q'11	1 500
		Użytek własny	1	Wesoła	---		
		Użytek własny	1	Wieczorek	---		
		Dzierżawa	1	Chwałowice	40	1Q'11-1Q'14	1 460
	2011	Sprzedaż	2	Eksport	---	2Q'11	4 800
		Sprzedaż	2	Polska	---	2Q'11	4 000

Źródło: BDM S.A.; spółka

AM75							
		Forma	Sztuk	Gdzie	Miesięczny czynsz	Okres	Łączny przychód
		Dzierżawa	1	AK Inwestor	230,0	4Q'11-4Q'13	5 500
	2010	Użytek własny	1	Krupiński	---	do 1H'12+kontynuacja	
		Użytek własny	1	Jas-Mos	---	do 1H'12+kontynuacja	
		Użytek własny	1	Strzygłowice	---	do 1H'12+kontynuacja	
		Sprzedaż	1	dostawa dwóch kompletów maszyn przodkowych na Silesię	4,3	1Q'11-2Q'11	4 300
	2011	Sprzedaż	1	Silesia	5,2	1Q'11	5 200
		Sprzedaż	1	Silesia	5,2	2Q'11	5 200
		Plan	Użytek własny	1	Silesia - przetarg na przodek	---	nirozstrzygnięte prawdopodobnie w lipcu 2011
		Plan	Użytek własny	1	Silesia - przetarg na przodek	---	

Źródło: BDM S.A.; spółka

Drażnienie							
		Forma	Sztuk	Gdzie	Miesięczny czynsz	Okres	Łączny przychód
		Sprzedaż		JSW Pniówek 1438	600	24.05.2010-24.06.2012	14 400
	2010	Sprzedaż		Krupiński	1 372	17.12.2010-17.06.2012	24 700
		Sprzedaż		Jas-Mos 1530	235	02.11.2010-1H'12	4 700
		Plan	Sprzedaż	1	Pniówek 4 km		do końca czerwca 2011
	2011	Plan	Sprzedaż	1	JSW Zofiówka-Bzie 2,5 km		przesunięty prawdopodobnie w listopadzie 2011
		Plan	Sprzedaż	1	Krupiński 2,8 km		

Źródło: BDM S.A.; spółka

## WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'10 I 2010

Przychody Bumechu w 4Q'10 wzrosły o ponad 30,5% i wyniosły 22,3 mln PLN wobec 17,1 mln PLN w analogicznym okresie ubiegłego roku. Wzrost poziomu przychodów to w głównej mierze efekt zwiększenia sprzedaży maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (Bumech w 2009 roku rozpoczął działalność w tym segmencie, jednak nie zrealizował pełnej sprzedaży poza dzierżawą), przy jednoczesnej mniejszej sprzedaży węgla z KHW. Większa sprzedaż pozwoliła na podobny wzrost zysku brutto na sprzedaży do poziomu 7,1 mln PLN (+29,4% r/r). W 4Q'10 spółka otrzymała pismo od syndyka spółki GBG o ogłoszeniu decyzji o upadłości spółki. Status ten spowodował konieczność zawiązania rezerwy na kwotę 780 tys. PLN, co w połączeniu z kosztami zerwania długoterminowej umowy najmu biurowca i hal od Elkopu (0,43mln PLN), spowodowało ujemny odpis na poziomie ponad 1,2 mln PLN. Po uwzględnieniu tego faktu wynik operacyjny wyniósł 3,5 mln PLN (-16,7% r/r), a zysk netto był równy 1,7 mln PLN (-27,2% r/r).

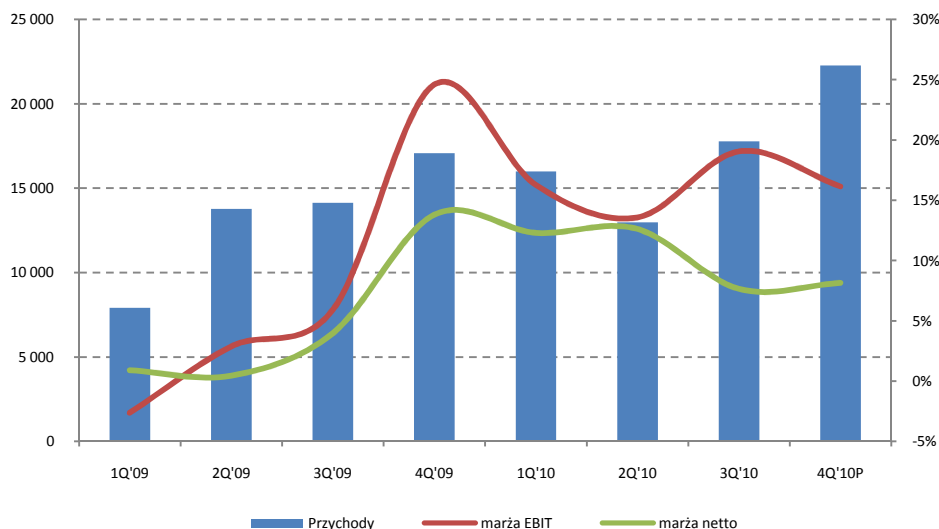
Wyniki w skali całego 2010 roku oceniamy pozytywnie. Spółka z sukcesem wdrożyła pierwsze sztuki modernizowanych kombajnów, co pozwoliło skokowo zwiększyć sprzedaż o ponad 30,5%, a także operacyjne marżę. Zysk EBIT wyniósł 11,3 mln PLN (+116,1%), a rentowność EBIT 16,4%. Zwracamy uwagę, że marża operacyjna byłaby wyższa, gdyby nie konieczność zawiązania rezerw w 4Q'10. Niemniej dzięki temu, spółka w 2011 roku posiada oczyszczony bilans, i nie spodziewamy się więcej jednorazowych zdarzeń. Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej oraz podatku dochodowego wynik netto ukształtował się na poziomie 6,7 mln PLN, co oznacza wzrost o 123,2% względem 2009 roku.

### Wyniki skonsolidowane spółki [tys. PLN]

	4Q'09	4Q'10	zmiana r/r	2009	2010	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	17,1	22,3	30,5%	52,9	69,0	30,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,5	7,1	29,4%	9,2	18,1	95,8%
EBITDA	5,2	5,1	-2,4%	8,2	16,1	97,0%
EBIT	4,2	3,5	-16,7%	5,2	11,3	116,1%
Zysk (strata) netto	2,4	1,7	-27,2%	3,0	6,7	123,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,1%	31,8%		17,4%	26,2%	
Marża EBITDA	30,7%	22,9%		15,4%	23,3%	
Marża EBIT	24,6%	15,7%		9,9%	16,4%	
Marża zysku netto	13,8%	7,7%		5,7%	9,7%	

Źródło: BDM S.A., spółka

### Wskaźniki rentowności na poziomie skonsolidowanym [tys. PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

## PROGNOZA WYNIKÓW NA 1Q'11 I 2Q'11

Oczekujemy, że w 1Q'11 Bumech rozliczy połowę kontraktu z Silesią, o wartości około 7,5 mln PLN (dostawa 1 kompletu maszyn przodkowych oraz 1 kombajnu AM75). Dodatkowo zakładamy, że w przychodach pojawią się jeszcze czynsze związane z dzierżawą 5 sztuk kombajnów AM50, jednego AM75 oraz jednego AM65 (w sumie w dzierżawie będzie 7 sztuk). W segmencie drążenia wyrobisk przyjęliśmy, że spółka wykona prace na odcinku ok. 980 m. Na poziomie skonsolidowanych przychodów (Bumech od 01.01.2011 konsoliduje w ramach grupy przejęty PRG) oczekujemy wyniku równego 21,9 mln PLN (+36,7% r/r). Szacujemy, że wynik operacyjny spółki będzie zbliżony do 4,1 mln PLN (+57,5% r/r), a rentowność EBIT będzie równa 18,8%. Wzrost rentowności będzie wynikał z większego udziału segmentu produkcji maszyn i urządzeń w przychodach spółki oraz, co pokazują wyniki z ostatnich kwartałów spółki, zmianie struktury przychodów na korzyść wysoko marżowej sprzedaży poremontowych kombajnów (proces ten został opisany w rozdziale poświęconym segmentom spółki). Szacujemy, że saldo finansowe w 1Q'11 wyniesie -1,6 mln PLN (Bumech w 1Q'11 uplasował na rynku serie L obligacji o wartości 10,0 mln PLN, co podniesie koszty obsługi zadłużenia, dodatkowo szacujemy na ponad 515 tys. PLN one off związany z rolicznem sprzedaży należności KHW Kopexowi). Po uwzględnieniu podatku dochodowego prognozujemy wynik netto na poziomie 2,1 mln PLN (+5,3% r/r).

W 2Q'11, podobnie jak 1Q'11, zakładamy że Bumech rozliczy drugi kombajn AM75 sprzedany do Silesi wraz z jednym kompletem maszyn przodkowych, 7,5 mln PLN). Przyjęliśmy także założenie sprzedaży 4 sztuk kombajnów typu AM50. Dodatkowo zakładamy, że spółka wydrąży ok. 700 m wyrobisk. Spodziewamy się zatem, że przy takiej sprzedaży Bumech osiągnie w 2Q'11 rekordowe przychody ze sprzedaży w kwocie bliskiej 26,0 mln PLN oraz wypracuje zysk operacyjny równy 5,9 mln PLN (+235,2% r/r). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej i podatku dochodowego wynik netto będzie bliski 3,7 mln PLN (+123,6% r/r).

### Prognoza wyników na poziomie skonsolidowanym\* [mln PLN]

	1Q'10	1Q'11P	zmiana r/r	2Q'10	2Q'11	zmiana r/r	2010	2011P	Zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	16,0	21,9	36,7%	13,0	26,0	100,1%	69,0	92,4	33,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	3,5	6,0	72,2%	2,8	8,2	190,8%	18,1	26,7	47,8%
EBITDA	3,6	5,9	60,5%	2,8	7,6	172,3%	16,1	25,7	59,6%
EBIT	2,6	4,1	59,1%	1,8	6,0	240,0%	11,3	18,7	65,8%
Zysk (strata) netto	2,0	2,1	7,0%	1,6	3,7	127,8%	6,7	11,4	70,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,9%	27,5%		21,8%	31,7%		26,2%	28,9%	
Marża EBITDA	22,8%	26,8%		21,6%	29,3%		23,3%	27,8%	
Marża EBIT	16,3%	18,9%		13,6%	23,1%		16,4%	20,3%	
Marża zysku netto	12,3%	9,6%		12,6%	14,4%		9,7%	12,4%	

Źródło: BDM S.A., \*od 1Q'11 Bumech konsoliduje PRG

### Założenia przychodowe [mln PLN]

	1Q'11	2Q'11
dzierżawa AM75	0,3	dzierżawa AM75 0,3
sprzedaż AM75	7,5	sprzedaż AM75 7,5
dzierżawa AM50	0,8	dzierżawa AM50 0,8
sprzedaż AM50	-	sprzedaż AM50 8,8
drążenie	10,2*	drążenie 7,5*
serwis	3,0	serwis 1,0
węgiel	0,05	węgiel 0,05
<b>SUMA</b>	<b>21,9</b>	<b>26,0</b>

Źródło: BDM S.A., \*od 1Q'11 Bumech konsoliduje PRG

## PROGNOZA PRZYCHODÓW NA LATA 2011-2020

Spodziewamy się sprzedania przez spółkę w 2011 roku 10 sztuk kombajnów AM50 (do maja Bumech sprzedał 4 sztuki). Uważamy, że w 2H'11 spółka mocno zwiększy sprzedaż eksportową i pozyska nowych kontrahentów za granicą (głównie rynek rosyjski oraz Ameryka Południowa). Na pozostałe lata naszej prognozy zakładamy sprzedaż nowych AM50 na poziomie 14 sztuk. W naszej ocenie połowa będzie uplasowana zagranicą, 6 sztuk trafi do firm działających w Polsce, a 1 sztuka rocznie zostanie sprzedana polskim kopalniom. Uważamy, że stan obecnie dzierżawionych 6 sztuk mniejszych kombajnów (5 AM50 oraz 1 AM65) nie zwiększy się w kolejnych latach prognozy. Sprzedaż kombajnów typu AM75 w 2011 roku do Silesii traktujemy jako przychodowy one off. Spółka nie chce pozycjonować się mocniej w tym sektorze i zamierza skupić swoją działalność jedynie na kombajnach typu AM50. Na pozostałe lata naszej prognozy nie zakładamy żadnej sprzedaży AM75, a jedynie przedłużenie dzierżawy 1 sztuki, która obecnie znajduje się w posiadaniu spółki AK Inwestor. W naszej prognozie zakładamy wydrążenie w 2011 roku przez Bumech 3,8 km wyrobisk. Na kolejne lata pozostawiliśmy tą liczbę na niezmiennym poziomie, niemniej to założenie może okazać się mocno konserwatywne, ze względu na rozszerzenie kompetencji spółki w tym zakresie o uprawnienia PRG.

### Założenia do modelu przychodów jednostkowych [tys. PLN]

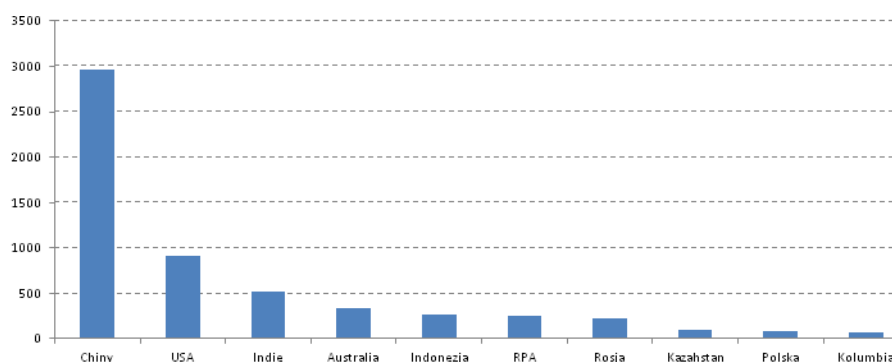
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Przychody</b>	<b>88 440</b>	<b>89 497</b>	<b>89 858</b>	<b>90 222</b>	<b>90 590</b>	<b>90 961</b>	<b>91 336</b>	<b>91 715</b>	<b>92 098</b>	<b>92 485</b>
<b>Przychody z produkcji kombajnów</b>	<b>44 040</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>	<b>39 440</b>
<b>Przychody z AM50</b>	<b>28 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>	<b>38 240</b>
przychód z dzierżawy	3 240	3 240	3 240	3 240	3 240	3 240	3 240	3 240	3 240	3 240
miesięczny czynsz	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
sztuk AM-50	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
przychód ze sprzedaży	25 000	35 000	35 000	35 000	35 000	35 000	35 000	35 000	35 000	35 000
sztuk AM-50	10	14	14	14	14	14	14	14	14	14
cena	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
<b>Przychody z AM75</b>	<b>15 800</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>
przychód z dzierżawy	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200
miesięczny czynsz	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
sztuk AM-75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
przychód ze sprzedaży	14 600*	0	0	0	0	0	0	0	0	0
sztuk AM-50	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
cena	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150	5 150
<b>Przychody z drążenia</b>	<b>35 700</b>	<b>36 057</b>	<b>36 418</b>	<b>36 782</b>	<b>37 150</b>	<b>37 521</b>	<b>37 896</b>	<b>38 275</b>	<b>38 658</b>	<b>39 045</b>
mb	3 798	3 785	3 785	3 785	3 785	3 785	3 785	3 785	3 785	3 785
cena	9 400	9 526	9 621	9 718	9 815	9 913	10 012	10 112	10 213	10 316
<b>Przychody z serwisu ruchu</b>	<b>8 500</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>	<b>12 000</b>
<b>Sprzedaż węgla</b>	<b>200</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>

Źródło: BDM S.A., \*zawiera sprzedaż dwóch kompletów maszyn przodkowych dla Silesii

## RYNEK WĘGLA NA ŚWIECIE

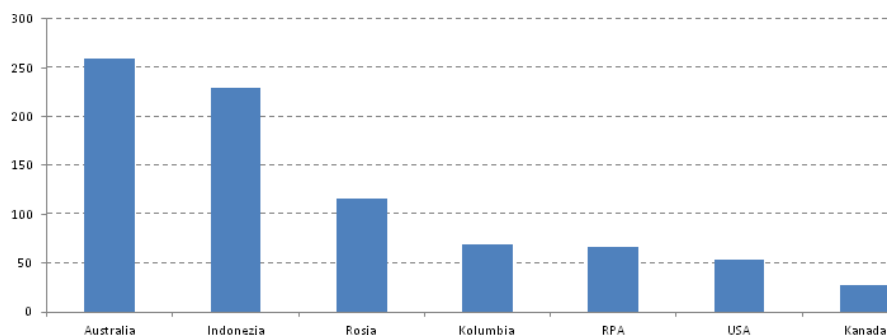
Obecnie Polska jest 9. największym producentem węgla kamiennego na świecie. Warto zwrócić uwagę, że na świecie w sektorze węgla kamiennego zachodzą obecnie trendy zupełnie przeciwne niż w Polsce, głównie poprzez dynamiczny rozwój rynku azjatyckiego (zarówno po stronie producenta jak i odbiorcy, pomiędzy 2009 a 2000 rokiem Chiny odnotowały ponad 156% wzrost wydobycia węgla). Według worldcoal.org wydobycie węgla kamiennego na świecie wzrosło z 3,5 mld ton w 1990 roku, 4,6 mld ton w 2004 roku oraz 5,92 mld ton w roku 2009, natomiast według prezentującej nieco odmienne dane U.S. Energy Information Administration produkcja wzrosła z 3,7 mld ton w 1990 do 5,8 mld ton w 2009 (po przeliczeniu danych z funtów na kilogramy). Szacuje się, że przy obecnym wydobyciu znane zasoby węgla wystarczą na około 130 lat (zasoby ropy na 60 lat). Rośnie także konsumpcja węgla na świecie. Na przestrzeni lat 2009/1990 wzrost ten wyniósł ponad 70% i liczy obecnie około 5,92 mld ton.

Najwięksi producenci węgla kamiennego w 2009 roku [mln ton]



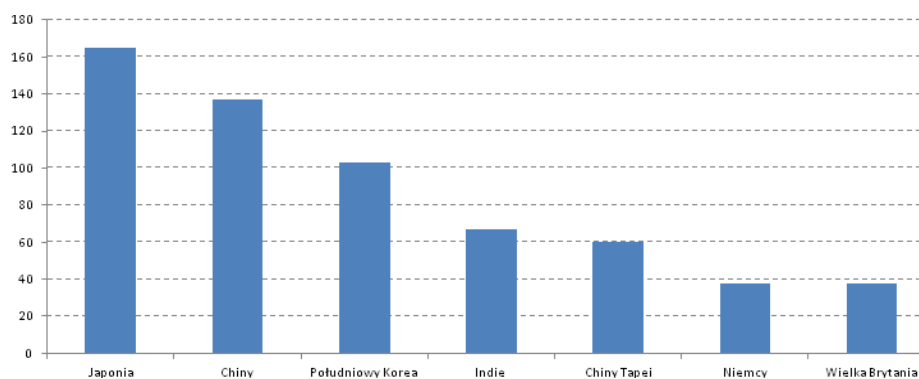
Źródło: BDM S.A., ICI

Najwięksi eksporterzy węgla na świecie w 2009 roku [mln ton]



Źródło: BDM S.A., ICI

Najwięksi importerzy węgla na świecie [mln ton]



Źródło: BDM S.A., ICI

## RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO

W Polsce występują trzy zagłębia węglowe, z czego dwa są obecnie eksploatowane – Lubelskie, w którym wydobywa się węgiel energetyczny, oraz Górnosląskie, gdzie wydobywany jest węgiel energetyczny i koksowy. W dolnosląskim zagłębiu węglowym zaprzestano wydobycia węgla koksowego i antracytowego w 2000 roku. Liczebność kopalni poszczególnych podmiotów przedstawia się następująco: LW Bogdanka – 1 kopalnia, Kampania Węglowa – 15 kopalni, Jastrzębska Spółka Węglowa – 6 kopalni, Katowicka Grupa kapitałowa – 5 kopalni, Południowy Koncern Węglowy – 2 kopalnie, Siltech – 1 kopalnia.

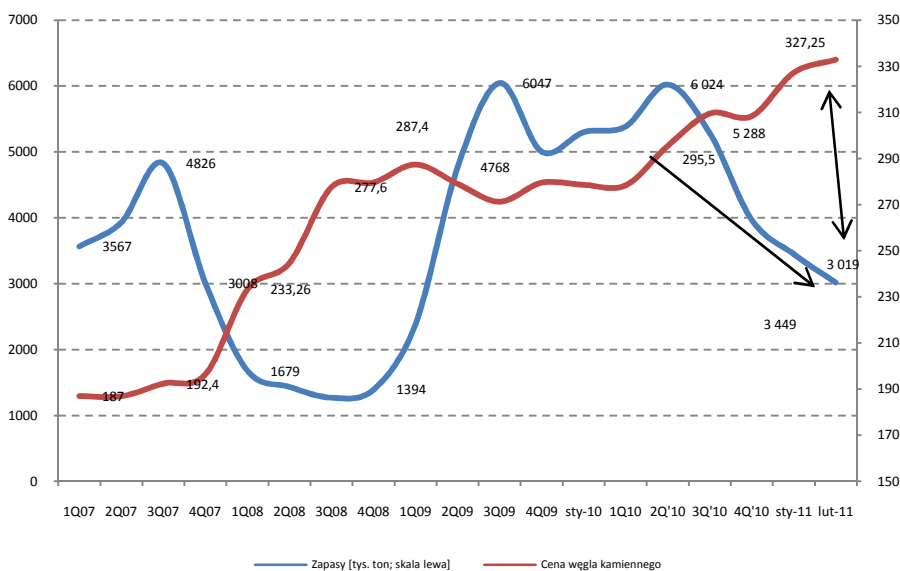
Górnictwo węgla kamiennego w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bogdanka

Ostatnie miesiące 2010 roku oraz styczeń i luty 2011 roku to czas dynamicznego wzrostu cen węgla, któremu towarzyszy równoczesny spadek zapasów. W 4Q'10 średnia cena węgla kamiennego w Polsce wzrosła o 10,3% r/r i wyniosła 308,0 PLN. W lutym, w ujęciu rok do roku, zwiększa była równa 19,7%, a średnia cena ukształtowała się na poziomie 332,9 PLN. Zwracamy uwagę, że coraz lepsze koniunktura na węgiel pozwala odblokować zamrożony w zapasach kapitał obrotowy polskich kopalni, co będzie sprzyjać realizacji zakładanych inwestycji. W lutym poziom przykopalnianych zwałów zmniejszył się do 3,02 mln ton (-42,7% r/r).

Cena węgla kamiennego w Polsce oraz zapasy

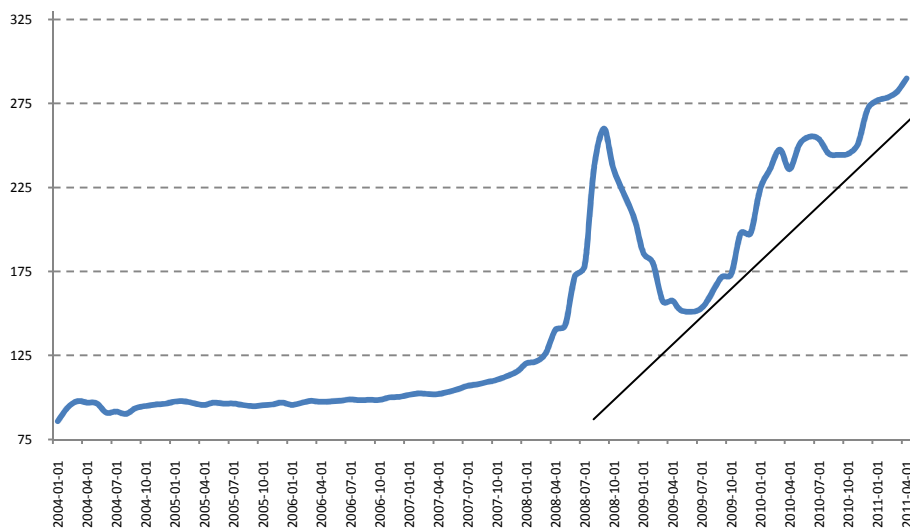


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A; Ministerstwo Gospodarki



Jest kilka przyczyn rosnącego popytu na polski węgiel. Przede wszystkim koniunkturze pomaga napięta sytuacja po stronie podaży australijskich producentów surowca, spowodowana powodzią w australijskim stanie Queensland (55-60% australijskiej produkcji), a także ograniczonymi dostawami węgla w Kolumbii.

#### Ceny węgla koksowego porty Shanghai [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Obecnie ceny węgla koksowego przekroczyły poziom 290 USD/t (+23,0% r/r). Według prognoz ABARES, eksport węgla koksowego z Australii w 2011 roku ma wynieść 162 mln ton. Szacunki te były sporządzane w grudniu 2010 roku i mogą nie zawierać aktualnego stanu zniszczeń w Australii w związku z powodzią, jakie miały miejsce na przełomie roku 2011/2010.

#### Najwięksi importerzy i eksporterzy węgla koksowego [mln ton]

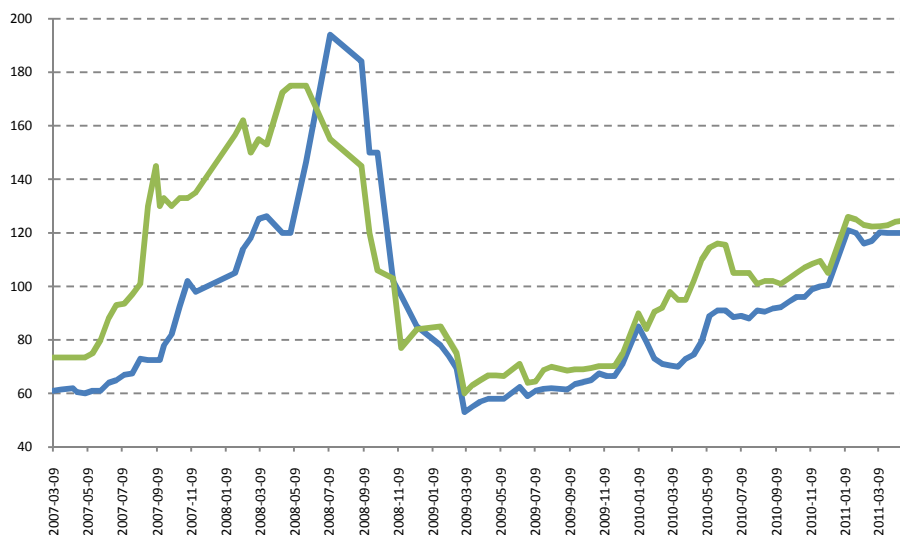
Importerzy	2008	2009	2010	2011P
UE	57	41	46	48
Japonia	57	46	53	57
Chiny	7	34	44	45
Korea	24	15	22	25
Chiny Taipei	5	4	7	7
Indie	29	23	25	27
Brazylia	11	9	12	13
Pozostali	46	39	234	246
<b>Suma</b>	<b>236</b>	<b>211</b>	<b>246</b>	<b>259</b>

Eksporterzy	2008	2009	2010	2011P
Australia	135	135	159	162?
kanada	27	22	25	27
USA	39	34	34	34
Rosja	14	13	18	21
Pozostali	21	7	10	15
<b>Suma</b>	<b>236</b>	<b>211</b>	<b>246</b>	<b>259</b>

Źródło: BDM S.A., Australian Bureau of Agricultural Resource and Sciences

Drugi istotny czynnik to dyferencjał pomiędzy możliwymi do uzyskania cenami w Europie i w Azji przez rosyjskich producentów węgla. Rosyjskim producentom bardziej opłaca się sprzedawać surowiec odbiorcom w Azji, gdzie mogą uzyskać ok. 125USD/t węgla energetycznego. W pewnym stopniu ten stan rzeczy jest pochodną ograniczonych dostaw węgla z Australii. Dodatkowo, w porównaniu z cenami oferowanymi przez polskich producentów, sentyment do ewentualnych zakupów zza wschodniej granicy osłabia styczeniowa podwyżka taryfy za przewozy kolejowe o 8%. Jest to druga, po ubiegłorocznej podwyżce o 9,4%, wyższa cen rosyjskiego przewoźnika RZD (wyższe opłaty za przewóz mają umożliwić większe absorpcję środków na inwestycję). Obecnie przewóz węgla z zagłębia Kuzbas do portów bałtyckich jest droższy o ok. 2,5-3,0 USD/t.

Ceny węgla rosyjskiego [USD/t]

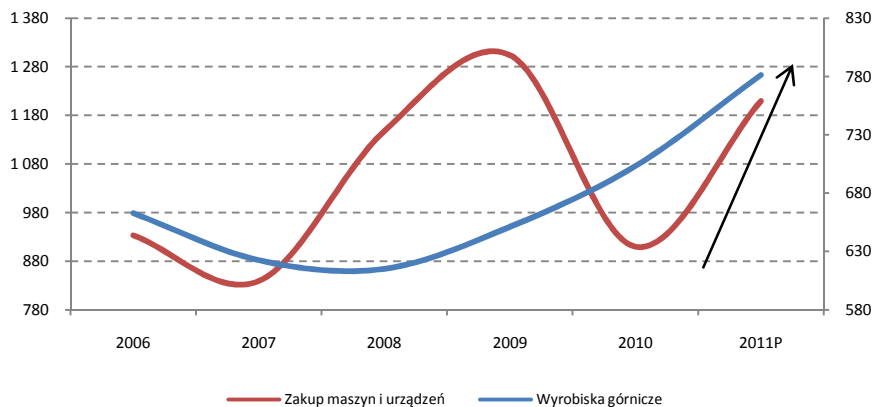


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## INWESTYCJE GÓRNICZE

Rok 2010 zapisał się mocnym regresem wydatków inwestycyjnych polskich kopalni. Nakłady inwestycyjne ogółem wyniosły niewiele ponad 2,0 mld PLN (-17,8%), przy czym szczególnie mocno ucierpiał segment wydatków na zakup maszyn i urządzeń (-30,2%, 0,9 mld PLN vs. 1,3 mld PLN w 2009 roku).

Nakłady inwestycyjne w polskich kopalniach\* [tys. PLN]



Źródło: BDM S.A., Ministerstwo Gospodarki, \* bez Bogdanki z Siltech

Według naszych szacunków, poprawiająca się koniunktura na węgiel w Polsce oraz spadek zapasów i odmrażanie kapitału obrotowego pozwolą śląskim kopalniom z powodzeniem zrealizować zapowiadane na 2011 rok nakłady inwestycyjne na łączną kwotę ponad 2,5 mld PLN, co pozwoli uzyskać dostęp do nowych wyrobisk i sprostać wzmożonemu popytowi na węgiel.

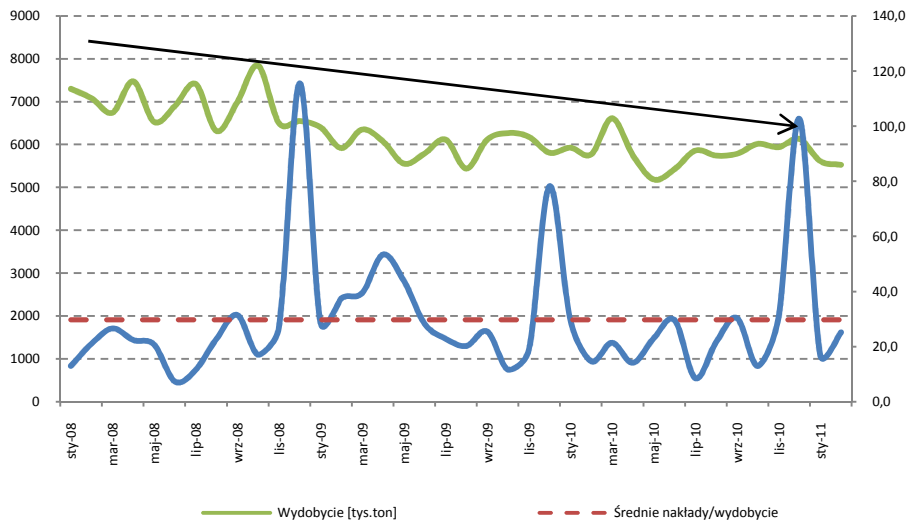
Nakłady inwestycyjne polskich kopalni (mln PLN)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	zmiana r/r
<b>Nakłady inwestycyjne</b>	<b>1975,5</b>	<b>1925,3</b>	<b>2291,9</b>	<b>2437,1</b>	<b>2 003,3</b>	<b>2 520,0</b>	<b>25,8%</b>
Wydobiska górnicze	662,7	622,4	615,0	651,0	703,1	781,2	11,1%
Zakłady wzbogacania węgla	89,9	78,3	89,0	72,0	82,2	100,8	22,6%
Ochrona środowiska	47,9	73,2	36,0	21,7	25,0	25,2	0,8%
<b>Zakup maszyn i urządzeń</b>	<b>933,0</b>	<b>839,0</b>	<b>1147,6</b>	<b>1304,0</b>	<b>909,6</b>	<b>1209,6</b>	<b>33,0%</b>
Pozostałe inwestycje	242,0	312,4	404,3	388,4	283,4	378	33,4%

Źródło: szacunki własne BDM S.A., Ministerstwo Gospodarki, \* bez Bogdanki z Siltech

Obecny miesięczny capex kopalni znajduje się poniżej trzyletniej średniej. Zwracamy dodatkowo uwagę, że w okresie lat 2008-2010 systematycznie spadał poziom wydobywanego węgla, co i tak nie wystarczyło w zrekomensowaniu coraz mniejszych wartości wskaźnika. W naszej ocenie rosnące zapotrzebowanie na węgiel (obecnie KHW i Bogdanka nie mogą sprostać zamówionej kontraktacji posiłkując się dostawami ze wschodu) oraz wspomagające ceny surowca dodatkowe braki podaży z Australii będą sprzyjać rozwojowi sektora górniczego w Polsce, co przełoży się na wzrost wydatków inwestycyjnych.

Nakłady inwestycyjne w przeliczeniu na tonę wydobytego węgla, średnia oraz wydobyć



Źródło: BDM S.A., Ministerstwo Gospodarki

## DANE FINANSOWE

### Bilans [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Aktywa trwałe</b>	48,9	51,3	51,2	50,1	48,2	61,0	64,7	63,4	61,6	59,4	77,9
Wartości niematerialne i prawne	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Rzeczowe aktywa trwałe	43,1	45,8	45,7	44,6	42,6	55,5	59,1	57,9	56,1	53,8	72,3
Pozostałe aktywa trwałe	5,1	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	51,2	65,3	68,5	74,9	86,8	90,1	86,4	87,2	88,5	90,3	71,4
Zapasy	19,3	25,9	26,2	26,3	26,4	26,5	26,6	26,7	26,8	26,9	27,0
Należności krótkoterminowe	27,2	26,1	26,5	26,7	26,8	27,0	27,1	27,3	27,4	27,6	27,7
Inwestycje krótkoterminowe	1,1	9,7	12,2	18,4	30,0	33,1	29,1	29,7	30,7	32,3	13,1
Pozostałe aktywa obrotowe	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<b>Aktywa razem</b>	100,1	116,6	119,7	125,0	134,9	151,1	151,0	150,6	150,1	149,3	149,3
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	41,9	53,3	66,1	81,4	96,9	112,9	112,8	112,3	111,7	111,2	110,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Kapitał (fundusz) zapasowy i rezerwowy	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8	29,8
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	6,7	11,4	12,9	15,3	15,5	16,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Pozostałe kapitały własne	0,0	6,7	18,1	31,0	46,3	61,7	77,8	77,7	77,2	76,6	76,1
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	59,8	58,3	63,3	53,6	43,6	38,0	38,1	38,2	38,3	38,4	38,5
Rezerwy na zobowiązania	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Zobowiązania długoterminowe	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	10,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Oprocentowane	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Zobowiązania krótkoterminowe	40,6	45,6	35,9	26,0	20,4	20,4	20,5	20,6	20,7	20,8	20,8
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	14,9	20,0	20,2	20,3	20,4	20,4	20,5	20,6	20,7	20,8	20,8
Oprocentowane	25,7	25,7	15,7	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	100,1	116,6	119,7	125,0	134,9	151,1	151,0	150,6	150,1	149,7	149,3

### Rachunek zysków i strat [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży	69,0	92,4	93,5	93,9	94,2	94,6	95,0	95,3	95,7	96,1	96,5
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	51,0	65,8	66,8	65,3	66,3	66,6	67,4	68,4	69,4	70,4	71,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	18,1	26,7	26,7	28,5	28,0	28,0	27,5	26,9	26,3	25,7	25,1
SG&A	6,8	7,9	8,0	8,1	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2	8,3	8,3
EBITDA	16,1	25,7	26,2	29,1	29,3	28,2	27,5	27,5	27,4	27,2	26,9
EBIT	11,3	18,7	18,6	20,5	19,9	19,9	19,4	18,7	18,1	17,5	16,8
Saldo działalności finansowej	-2,9	-3,6	-2,7	-1,6	-0,7	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3
Zysk (strata) brutto	8,4	15,1	15,9	18,8	19,1	19,8	19,7	19,0	18,3	17,7	17,1
Zysk (strata) netto	6,7	11,4	12,9	15,3	15,5	16,1	15,9	15,4	14,8	14,3	13,9

### Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-14,6	22,0	22,7	25,3	25,5	24,2	23,6	23,7	23,7	23,6	23,5
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-11,4	-9,7	-7,5	-7,5	-7,5	-21,1	-11,8	-7,5	-7,5	-7,5	-21,1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	18,1	-3,6	-12,7	-11,6	-6,4	-0,1	-15,8	-15,6	-15,2	-14,6	-14,0
Przepływy pieniężne netto	-8,0	8,6	2,5	6,2	11,6	3,1	-4,0	0,6	1,0	1,6	-11,7
Środki pieniężne na początek okresu	9,0	1,1	9,7	12,2	18,4	30,0	33,1	29,1	29,7	30,7	32,3
Środki pieniężne na koniec okresu	1,1	9,7	12,2	18,4	30,0	33,1	29,1	29,7	30,7	32,3	20,6

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody zmiana r/r	30,5%	33,9%	1,1%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
EBITDA zmiana r/r	97,0%	59,6%	2,1%	10,9%	0,7%	-3,9%	-2,4%	0,1%	-0,4%	-0,8%	-1,1%
EBIT zmiana r/r	116,1%	65,8%	-0,5%	9,9%	-3,0%	0,1%	-2,6%	-3,2%	-3,4%	-3,6%	-3,7%
zmiana zysku netto	123,2%	70,0%	12,7%	18,6%	1,5%	3,7%	-0,8%	-3,3%	-3,8%	-3,3%	-3,3%
Marża brutto na sprzedaży	26,2%	28,9%	28,5%	30,4%	29,7%	29,6%	29,0%	28,3%	27,5%	26,8%	26,0%
Marża EBITDA	23,3%	27,8%	28,1%	31,0%	31,1%	29,8%	28,9%	28,8%	28,6%	28,3%	27,9%
Marża EBIT	16,4%	20,3%	19,9%	21,8%	21,1%	21,0%	20,4%	19,7%	18,9%	18,2%	17,4%
Marża brutto	12,2%	16,3%	17,0%	20,1%	20,3%	21,0%	20,7%	20,0%	19,1%	18,4%	17,7%
Marża netto	9,7%	12,4%	13,8%	16,3%	16,4%	17,0%	16,8%	16,2%	15,5%	14,9%	14,4%
COGS / Przychody	73,8%	71,1%	71,5%	69,6%	70,3%	70,4%	71,0%	71,7%	72,5%	73,2%	74,0%
ROE	16,1%	21,4%	19,5%	18,7%	16,0%	14,2%	14,1%	13,7%	13,3%	12,9%	12,5%
ROA	6,7%	9,8%	10,7%	12,2%	11,5%	10,6%	10,6%	10,2%	9,9%	9,6%	9,3%
Dług	40,0	40,0	30,0	20,0	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
D/(D+E)	40,0%	34,3%	25,1%	16,0%	10,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%
D/E	66,6%	52,2%	33,5%	19,1%	11,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%
Odsetki / EBIT	-48,9%	-19,3%	-14,7%	-7,9%	-3,7%	-0,3%	1,6%	1,5%	1,1%	1,4%	1,8%
Dług / Kapitał własny	95,6%	75,1%	45,4%	24,6%	14,8%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%	13,0%
Dług netto	38,9	30,3	17,8	1,6	-15,7	-18,8	-14,8	-15,3	-16,4	-18,0	1,2
Dług netto / Kapitał własny	92,9%	56,9%	26,9%	2,0%	-16,2%	-16,6%	-13,1%	-13,7%	-14,7%	-16,1%	1,1%
Dług netto / EBITDA	2,4	1,2	0,7	0,1	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	0,0
Dług netto / EBIT	3,4	1,6	1,0	0,1	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	0,1
EV	138,2	129,6	117,1	100,9	83,6	80,6	84,5	84,0	82,9	81,4	100,5
Dług / EV	29,0%	30,9%	25,6%	19,8%	17,2%	17,8%	17,0%	17,1%	17,3%	17,6%	14,3%
CAPEX / Przychody	18,6%	10,5%	8,0%	8,0%	8,0%	22,3%	12,4%	7,9%	7,8%	7,8%	21,9%
CAPEX / Amortyzacja	264,5%	139,2%	98,5%	87,0%	79,4%	254,8%	145,3%	85,5%	80,7%	77,1%	209,0%
Amortyzacja / Przychody	7,0%	7,7%	8,0%	8,1%	8,0%	7,9%	7,7%	7,6%	7,5%	7,3%	7,1%
Zmiana KO / Przychody	38,6%	0,8%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	165,4%	3,0%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%
MC/S	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/E	14,8	8,7	7,7	6,5	6,4	6,2	6,2	6,4	6,7	6,9	7,2
P/BV	2,4	1,9	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/CE	8,6	5,4	4,9	4,2	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
EV/EBITDA	8,6	5,0	4,5	3,5	2,9	2,9	3,1	3,1	3,0	3,0	3,7
EV/EBIT	12,2	6,9	6,3	4,9	4,2	4,1	4,4	4,5	4,6	4,7	6,0
EV/S	2,0	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	1,0
BVPS	7,9	10,0	12,5	15,3	18,3	21,3	21,3	21,2	21,0	21,0	20,9
EPS	1,3	2,2	2,4	2,9	2,9	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6
CEPS	2,2	3,5	3,9	4,5	4,7	4,6	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5
FCFPS	-4,8	2,2	2,8	3,3	3,4	0,6	2,2	3,1	3,1	3,1	0,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciek Bobrowski**  
 Dyrektor Wydziału  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-412  
 e-mail: bobrowski@bdm.pl  
IT, media, handel

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

**Krzysztof Zarychta**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-438  
 e-mail: zarychta@bdm.pl  
surowce, energetyka

**Marcin Stebakow**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 tel. (032) 20-81-438  
 e-mail: stebakow@bdm.pl  
handel

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

**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
Akumuluj	21,40	-	-	13.05.2011	18,71	48 918

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'11:**

Kupuj	0	0%
Akumuluj	3	60%
Trzymaj	1	20%
Redukuj	1	20%
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

**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  
Pszczególne 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.

**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).

**Kluczule:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.  
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez 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 i Informacji. 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.  
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 13.05.2011 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 18.05.2011 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.  
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.  
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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek 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 sprawdzą się.  
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 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.  
Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.  
Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.  
BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.  
Pomiędzy BDM a spółkami będącymi 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.  
BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.  
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.