



Dom Maklerski BDM S.A.

LW BOGDANKA

RAPORT ANALITYCZNY

Wznawiamy wydawanie rekomendacji dla Bogdanki. Sądzymy, że wachlarz negatywnych informacji dotyczących branży węgla kamiennego w Polsce i samej spółki został już w bardzo dużej mierze wyczerpany. Zalecamy wykorzystać dokonaną drastyczną przecenę walorów Bogdanki jaka miała miejsce w ostatnim okresie. Wyceniamy spółkę na 45.86 PLN/akcję (po odjęciu dywidendy będzie to 42.36 PLN/akcję) i wydajemy zalecenie Kupuj. Spółka na lata 2015-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 2.9x-3.9x. Historycznie inwestorzy akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe Bogdanki. Obecne negatywne postrzeganie spółki może być związane ze spadającymi cenami węgla energetycznego (należy mieć świadomość, że ścieżka wyników Bogdanki na 2016 rok będzie słaba w ujęciu r/r) oraz obawami (szczególnie po wypowiedzeniu jednej z głównych umów handlowych przez Enea) o przyszłe wolumeny węgla jakie będzie w stanie uplasować spółka na krajowym rynku.

Spodziewamy się, że 2016 rok będzie zdecydowanie trudniejszy dla spółki aniżeli obecny 2015 rok. Dobre ceny sprzedaży realizowane przez Bogdankę w 2015 roku są pochodną wcześniejszych umów zawartych przed nadejściem agresywnej wyprzedaży węgla z KW. Obecne warunki w jakich prowadzone są negocjacje przyszłych cen sprzedaży są wyjątkowo niekorzystne dla Bogdanki. Wpływ na to mają spadające ceny nośników energetycznych na świecie, mocne obniżki cen węgla energetycznego z kopalń śląskich (agresywna wyprzedaż węgla z KW) oraz wreszcie wypowiedzenie wieloletniej umowy na dostawy węgla do Enea (główny odbiorca). Założyliśmy, że sprzedaż węgla w 2016 roku będzie na poziomie ok. 8 mln ton (zarząd spółki liczy na wolumeny sprzedaży wyższe niż w 2015 roku). Jednocześnie przyjęliśmy w modelu dość istotny spadek średnich cen sprzedaży do poziomu 185 PLN/t. Tym samym spodziewamy się, że przychody w 2016 roku spadną o ok. 267 mln PLN r/r. Taki scenariusz będzie wymuszał realizację dalszych działań optymalizujących koszty działalności. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że EBITDA za 2016 rok spadnie o ok. 158 mln PLN do poziomu niespełna 448 mln PLN. Kolejne dwa lata w modelu to scenariusz niskich cen węgla oraz ograniczonej możliwości lokowania wyższych wolumenów sprzedaży w Polsce. Tym samym EBITDA na lata 2017-2018 wynosi w modelu odpowiednio 447-436 mln PLN. Okres 2018/19 jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników oraz powrót wolumenów sprzedaży do pułapu 8.5 mln ton rocznie (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów i mamy nadzieję, że w przyszłości będzie to istotny impuls do podniesienia naszych założeń).

Zwracamy też uwagę, że jeśli otoczenie rynkowe nie ulegnie poprawie, władze spółki zasygnalizowały realizację drugiego etapu programu restrukturyzacji. Jego wdrożenie powinno w istotny sposób wpłynąć na strukturę kosztową. Jednocześnie jednak w takim scenariuszu, naszym zdaniem, może wzrosnąć ryzyko dokonania odpisów aktualizujących (utrata wartości aktywów).

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 899.8	2 013.6	1 760.8	1 493.2	1 454.0	1 384.7
Sprzedaż [mln ton]	8.15	9.16	8.21	8.00	8.00	7.50
EBITDA [mln PLN]	754.9	750.0	605.6	447.6	447.2	436.4
EBIT [mln PLN]	424.8	362.3	230.9	77.8	78.6	69.8
Wynik netto [mln PLN]	329.4	272.8	174.2	48.1	45.7	39.5
EV/EBITDA (x)	2.3x	2.5x	2.9x	4.1x	3.9x	3.9x
P/E (x)	3.9x	4.7x	7.4x	26.8x	28.3x	32.7x
DPS [PLN]	5.0	5.8	3.5	2.6	0.0	0.0

KUPUJ
(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 45.86 PLN

28 SIERPIEŃ 2015

Wycena końcowa [PLN]	45.86
Potencjał do wzrostu / spadku	+22%
Koszt kapitału	9.5%
Cena rynkowa [PLN]	37.8
Kapitalizacja [mln PLN]	1 290
Ilość akcji [mln. szt.]	34.1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	99.89
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	32.71
Stopa zwrotu za 3 mc	-56%
Stopa zwrotu za 6 mc	-62%
Stopa zwrotu za 9 mc	-65%
Akcjonariat	
Aviva OFE	15.16%
OFE PZU	9.76%
ING OFE	9.63%
Pozostali	65.45%

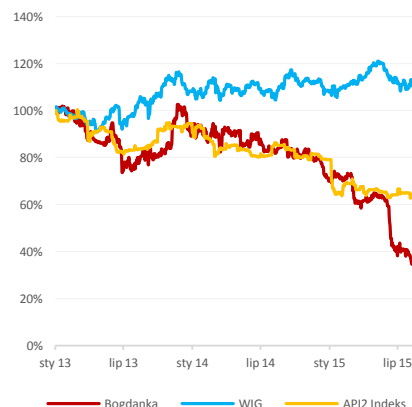
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



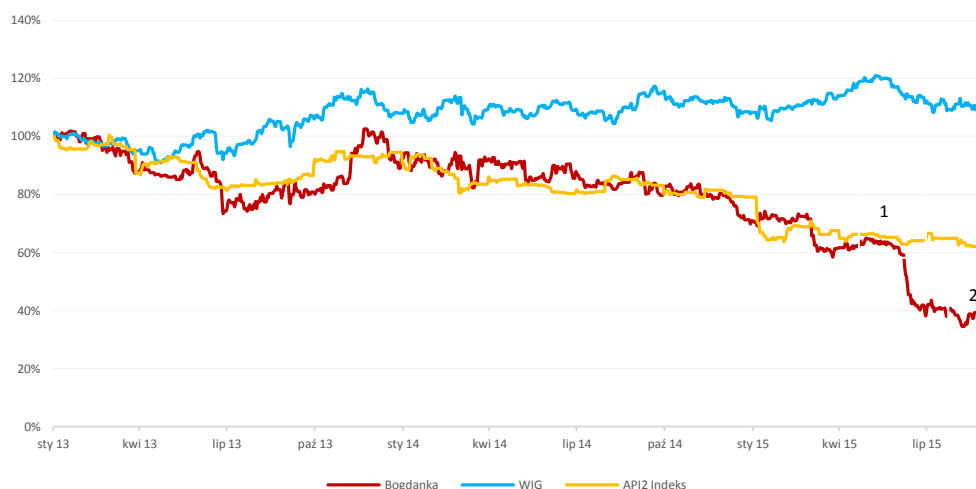
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'15.....	9
CELE OPERACYJNE SPÓŁKI.....	11
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2015 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	12
KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO W 1H2015.....	14
KRAJOWY RYNEK WĘGLA ENERGETYCZNEGO W 1H2015.....	15
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE.....	17
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wznawiamy wydawanie rekomendacji dla Bogdanki. Sądzymy, że wachlarz negatywnych informacji dotyczących branży węgla kamiennego w Polsce i samej spółki został już w bardzo dużej mierze wyczerpany. Zalecamy wykorzystać dokonaną drastyczną przecenę walorów Bogdanki jaka miała miejsce w ostatnim okresie. Wyceniamy spółkę na 45.86 PLN/akcję (po odjęciu dywidendy będzie to 42.36 PLN/akcję) i wydajemy zalecenie Kupuj. Spółka na lata 2015-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 2.9x-3.9x. Historycznie inwestorzy akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe Bogdanki. Obecne negatywne postrzeganie spółki może być związane ze spadającymi cenami węgla energetycznego (należy mieć świadomość, że ścieżka wyników Bogdanki na 2016 rok będzie słaba w ujęciu r/r) oraz obawami (szczególnie po wypowiedzeniu jednej z głównych umów handlowych przez Enea) o przyszłe wolumeny węgla jakie będzie w stanie uplasować spółka na krajowym rynku.

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



Kurs Bogdanki w ostatnich miesiącach zanotował dwie silne fale wyprzedaży.

Szczególne momenty:
1-informacja o zakazie inwestowania w spółki węglowe przez norweski fundusz emerytalny
2- informacja o wypowiedzeniu umowy wieloletniej przez Enea

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Spodziewamy się, że 2016 rok będzie zdecydowanie trudniejszy dla spółki aniżeli obecny 2015 rok. Dobre ceny sprzedaży realizowane przez Bogdankę w 2015 roku są pochodną wcześniejszych umów zawartych przed nadejściem agresywnej wyprzedaży węgla z KW. Obecne warunki w jakich prowadzone są negocjacje przyszłych cen sprzedaży są wyjątkowo niekorzystne dla Bogdanki. Wpływ na to mają spadające ceny nośników energetycznych na świecie, mocne obniżki cen węgla energetycznego z kopalń śląskich (agresywna wyprzedaż węgla z KW) oraz wreszcie wypowiedzenie wieloletniej umowy na dostawy węgla do Enea (główny odbiorca). Założyliśmy, że sprzedaż węgla w 2016 roku będzie na poziomie ok. 8 mln ton (zarząd spółki liczy na wolumeny sprzedaży wyższe niż w 2015 roku). Jednocześnie przyjęliśmy w modelu dość istotny spadek średnich cen sprzedaży do poziomu 185 PLN/t. Tym samym spodziewamy się, że przychody w 2016 roku spadną o ok. 267 mln PLN r/r. Taki scenariusz będzie wymuszał realizację dalszych działań optymalizujących koszty działalności. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że EBITDA za 2016 rok spadnie o ok. 158 mln PLN do poziomu niespełna 448 mln PLN. Kolejne dwa lata w modelu to scenariusz niskich cen węgla oraz ograniczonej możliwości lokowania wyższych wolumenów sprzedaży w Polsce. Tym samym EBITDA na lata 2017-2018 wynosi w modelu odpowiednio 447-436 mln PLN. Okres 2018/19 jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników oraz powrót wolumenów sprzedaży do pułapu 8.5 mln ton rocznie (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów i mamy nadzieję, że w przyszłości będzie to istotny impuls do podniesienia naszych założeń).

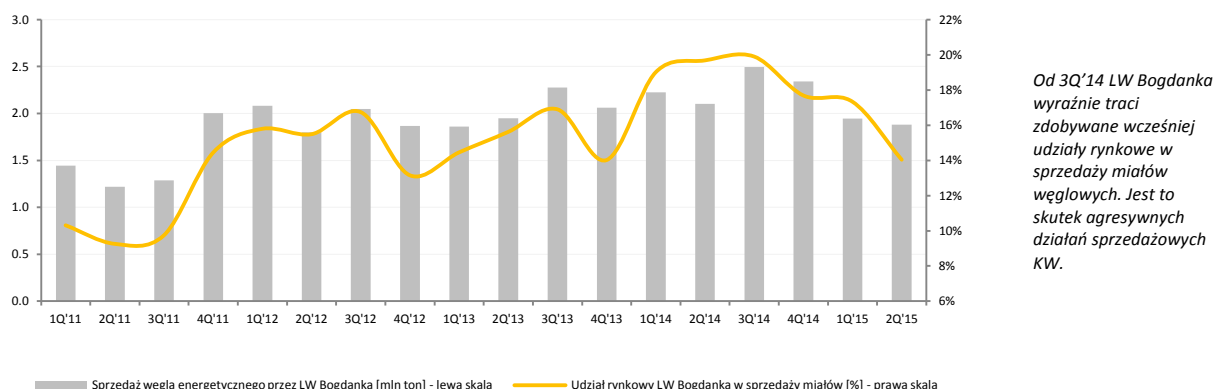
Głównym ryzykiem dla naszych założeń jest ewentualny dalszy trwały (większy niż to założyliśmy) spadek cen nośników energetycznych, w tym w szczególności światowych cen węgla energetycznego. Oceniamy jednak, że przyjęta przez nas w modelu już na 2016 rok silna erozja cen sprzedawanego węgla (i utrzymywany dalej niski pułap cenowy w latach 2017-2019) jest scenariuszem optymalnym.

Udział rynkowy Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałówek węglowych na potrzeby energetyczne w perspektywie 2016 roku nie powinien ulec istotnemu zmniejszeniu względem 2015 roku. Oceniamy jednak że może dojść do utrzymania negatywnych tendencji dla spółki w najbliższych kwartałach. Taka sytuacja, szczególnie przy niskich cenach węgla energetycznego, będzie w naszym odczuciu okresowa. Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka odzyska przynajmniej część wolumenów utraconych w 2015 roku na krajowym rynku. Nie spodziewamy się aby kopalnie śląskie wchodzące w skład KW i KHW w dłuższym terminie były w stanie wypierać węgiel energetyczny z Bogdanki. Należy mieć na uwadze, że warunki geologiczne w śląskich kopalniach są zbyt trudne aby móc wydobywać konkurencyjnie węgiel energetyczny (dodatkowo przerost zatrudnienia). Ogólne cele

biznesowe przedstawiane przez władze KW traktujemy jako niemożliwe do realizacji przy obecnych cenach węgla. W wydanym 27.08.2015 roku komunikacie, Kompania Węglowa nadal uważa założenia zawarte w biznesplanie Nowej KW (m.in. zwiększenie wydobycia węgla koksowego oraz obniżenie kosztów wydobycia) za „realne i konsekwentnie realizowane”. Zgodnie z komunikatem KW, jednostkowy koszt produkcji węgla ma zostać obniżony z poziomu około 295 PLN/t w 2014 roku do poziomu około 220 PLN/t w 2016 roku. Plan na 2H'15 KW zakłada uzyskanie kosztu jednostkowego produkcji na poziomie około 245 PLN/t. Oczekiwany wyższy wolumen produkcji w KW dotyczy węgla koksowego ! w kopalniach „Bielszowice”, „Halemba-Wirek”, „Rydułtowy-Anna”, „Marcel” i „Pokój” (eksploatacji pokładów, w których występuje węgiel koksowy typu 34 lub 35).

Spodziewamy się, że dojdzie realizacji scenariusza konsolidacji śląskich kopalń z branżą energetyczną (jest to tylko kwestią czasu, gdyż stan płynnościowy KW z każdym kolejnym miesiącem przy niskich cenach węgla będzie coraz trudniejszy). W perspektywie kilku lat (5-10) najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, w naszej ocenie, jest stopniowe wygaszanie produkcji węgla energetycznego na Śląsku (nie licząc ewentualnych nowych racjonalnych projektów górniczych).

Udział rynkowy LW Bogdanka w sprzedaży miałow węglowych wyprodukowanych w Polsce



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

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Kłopoty płynnościowe śląskich kopalń spowodowały szereg zmian na krajowym rynku węgla energetycznego i przynajmniej na pewien okres wpłynęły na spadek udziału LW Bogdanka w rynku sprzedaży węgla energetycznego do energetyki. Dla spółki ważny jest wolumen sprzedaży z uwagi na poziom kosztów stałych. Należy mieć na uwadze, że przeprowadzane zmiany strukturalne w Kompanii Węglowej i przyszły układ własnościowy Nowej KW oraz KHW mogą mieć wpływ na obraz krajowego rynku węgla kamiennego dla energetyki. W szczególności należy uwzględnić scenariusz zaangażowania energetyki w śląskie kopalnie, co może determinować politykę zakupu węgla energetycznego przez wybrane elektrownie (i ograniczyć potencjalne osiągalne wolumeny sprzedaży przez LW Bogdanka w Polsce). Przypominamy, że Enea Wytwarzanie wypowiedziało Bogdancie umowę na dostawy węgla do Elektrowni Kozienice, z zachowaniem dwuletniego okresu wypowiedzenia. Przedmiotem umowy były dostawy węgla energetycznego z Bogdanki do Enea Wytwarzanie od 4 marca 2010 roku do 31 grudnia 2025 roku. Eneę nadal wiąże inna umowa z Bogdanką, dotycząca przyszłych dostaw węgla do powstającego bloku 1.075 MW, który ma rozpocząć pracę na przełomie 2017/2018. Należy mieć na uwadze, że elektrownia Kozienice historycznie jest największym odbiorcą węgla z Bogdanki i pogorszenie relacji biznesowych z głównym odbiorcą, w naszym odczuciu, istotnie rzutuje na ocenę przyszłych warunków działania Bogdanki (dodatkowo może utrudnić negocjacje cenowe z innymi odbiorcami węgla).

Kluczowe znaczenie dla wyników spółki ma cena węgla sprzedawanego do energetyki na rynku krajowym. Krytyczna sytuacja płynnościowa głównie KW doprowadziła do ostrej walki cenowej na krajowym rynku węgla energetycznego w 1H'15. Wg szacunków stan zapasów węgla w KW na koniec 2Q'15 to ok. 3 mln ton. W celach strategicznych do 2017 roku zapisano optymalny pułap zapasów na KW na poziomie 0.6-1.0 mln ton. Odczyt indeksu PSCMI1 wskazywał, że średnia ważona cena miałow w maju'15 była na poziomie niespełna 198.7 PLN/t (9.08 PLN/GJ). Dane za czerwiec'15 wskazują, że PSCMI1 wzrósł mc/mc do pułapu 207.8 PLN/t (9.33 PLN/GJ). Liczymy, że kończy się najostrzejszy okres walki cenowej stosowanej przez KW na polskim rynku. Tym samym LW Bogdanka jest w trudnym momencie do negocjowania nowych stawek cenowych i wolumenów na 2016 rok. Należy zatem mieć na uwadze ryzyko, że w 2016 roku LW Bogdanka może wykazać istotny spadek średnich cen sprzedaży węgla względem tych z 2015 roku (szczególnie względem jeszcze dobrych cen z 1H'15), co wpłynie na erozję wyniku EBITDA.

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 2015 rok zakładamy, że spółka sprzeda ok. 8.2 mln ton węgla. Średnia cena sprzedaży w 2015 roku w naszym modelu wynosi ok. 214 PLN/t. Zgodnie z zapowiedziami spółki uwzględniamy wyższą sprzedaż w 2H'15 w porównaniu do 1H'15. Jesteśmy jednak ostrożniejsi w zakresie wolumenów niż oficjalny cel 8.5 mln ton sprzedaży na 2015 rok. Dzięki prowadzonej optymalizacji kosztów spółka wg nas powinna wykazać EBITDA na poziomie ponad 605 mln PLN.
- Spodziewamy się, że 2016 rok będzie zdecydowanie trudniejszy dla spółki. Obecne warunki w jakich prowadzone są negocjacje w zakresie cen sprzedaży do głównych partnerów są wyjątkowo niekorzystne dla Bogdanki. Wpływ na to mają spadające ceny nośników energetycznych na świecie, mocne obniżki cen węgla energetycznego z kopalń śląskich (agresywna wyprzedaż węgla z KW) oraz wreszcie wypowiedzenie wieloletniej umowy na dostawę węgla do Enea (główny odbiorca węgla). Założyliśmy zatem, że sprzedaż węgla będzie na poziomie niewiele mniejszym niż w 2015 roku czyli ok. 8 mln ton (zarząd spółki liczy na wolumeny sprzedaży wyższe niż w 2015 roku). Jednocześnie przyjęliśmy w modelu dość istotny spadek średnich cen sprzedaży do poziomu 185 PLN/t. Tym samym spodziewamy się, że przychody w 2016 roku spadną o ok. 267 mln PLN r/r. Taki scenariusz będzie wymuszał podejmowanie dalszych działań optymalizujących koszty działalności. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że EBITDA za 2016 rok spadnie o ok. 158 mln PLN do poziomu niespełna 448 mln PLN.
- W kolejnych dwóch latach (po roku 2016) w modelu utrzymujemy scenariusz niskich cen węgla oraz ograniczonej możliwości lokowania wyższych wolumenów sprzedaży w Polsce. Tym samym EBITDA na lata 2017-2018 wynosi w modelu odpowiednio 447-436 mln PLN. Jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników oraz powrót wolumenów sprzedaży do pułapu 8.5 mln ton (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów i mamy nadzieję, że w przyszłości będzie to istotny impuls do podniesienia naszych założeń).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydującym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.12.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 1.57 mld PLN, czyli 45.86 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 761	1 493	1 454	1 385	1 530	1 639	1 743	1 792	1 841	1 886
EBIT. [mln PLN]	230.9	77.8	78.6	69.8	146.2	184.5	230.2	257.4	284.0	306.4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	43.9	14.8	14.9	13.3	27.8	35.1	43.7	48.9	54.0	58.2
NOPLAT [mln PLN]	187.0	63.0	63.7	56.6	118.4	149.5	186.5	208.5	230.0	248.1
Amortyzacja [mln PLN]	374.7	369.8	368.6	366.5	362.9	363.4	366.5	372.0	377.6	383.9
CAPEX [mln PLN]	-385.7	-358.4	-349.0	-332.3	-367.2	-393.5	-418.3	-425.6	-437.2	-447.9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-52.3	-25.1	-7.1	-1.6	4.0	3.0	2.8	1.3	1.3	1.2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	123.7	49.4	76.2	89.2	118.2	122.4	137.6	156.3	171.8	185.4
DFCF [mln PLN]	123.7	45.5	64.6	69.6	85.0	81.0	83.9	87.7	88.7	88.1
Suma DFCF [mln PLN]	817.8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 875.2		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 366.4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 184.2									
Dług netto [mln PLN]	618.6									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 565.6									
Ilość akcji [mln szt.]	34.1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	45.86									

Przychody zmiana r/r	-12.6%	-15.2%	-2.6%	-4.8%	10.5%	7.2%	6.3%	2.8%	2.7%	2.4%
EBITDA zmiana r/r	-19.2%	-26.1%	-0.1%	-2.4%	16.7%	7.6%	8.9%	5.5%	5.1%	4.3%
Marża EBITDA	34%	30%	31%	32%	33%	33%	34%	35%	36%	36%
Marża EBIT	13%	5%	5%	5%	10%	11%	13%	14%	15%	16%
Marża NOPLAT	11%	4%	4%	4%	8%	9%	11%	12%	12%	13%
CAPEX / Przychody	22%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	81.6%	81.3%	81.5%	81.6%	82.1%	82.4%	82.8%	83.0%	83.3%	83.6%
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	18.4%	18.7%	18.5%	18.4%	17.9%	17.6%	17.2%	17.0%	16.7%	16.4%
WACC	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.7%	8.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	0.7	50.97	53.75	56.89	60.44	64.50	69.18	74.64	81.10	88.85
	0.8	47.17	49.63	52.39	55.49	59.01	63.03	67.69	73.13	79.57
	0.9	43.73	45.91	48.34	51.06	54.13	57.61	61.61	66.24	71.66
	1.0	40.58	42.53	44.68	47.08	49.77	52.81	56.26	60.23	64.83
	1.1	37.71	39.45	41.36	43.49	45.86	48.52	51.53	54.95	58.90
	1.2	35.07	36.63	38.34	40.23	42.33	44.67	47.31	50.28	53.68
	1.3	32.64	34.04	35.58	37.27	39.13	41.20	43.52	46.13	49.08
	1.4	30.40	31.66	33.04	34.56	36.22	38.06	40.11	42.40	44.98
	1.5	28.33	29.47	30.72	32.07	33.56	35.21	37.02	39.05	41.31

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	78.60	73.45	68.77	66.59	64.50	62.50	60.58	56.99	53.67
	0.8	73.45	68.14	63.34	61.12	59.01	56.99	55.06	51.46	48.16
	0.9	68.77	63.34	58.49	56.25	54.13	52.11	50.19	46.61	43.35
	1.0	64.50	59.01	54.13	51.89	49.77	47.76	45.86	42.33	39.13
	1.1	60.58	55.06	50.19	47.96	45.86	43.87	42.00	38.53	35.40
	1.2	56.99	51.46	46.61	44.40	42.33	40.37	38.53	35.13	32.08
	1.3	53.67	48.16	43.35	41.18	39.13	37.21	35.40	32.08	29.11
	1.4	50.60	45.12	40.37	38.23	36.22	34.34	32.57	29.33	26.44
	1.5	47.76	42.33	37.64	35.54	33.56	31.72	29.99	26.83	24.03

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%	52.60	55.53	58.83	62.59	66.89	71.88	77.72	84.65	93.02
	3.5%	48.27	50.83	53.69	56.91	60.58	64.79	69.67	75.39	82.19
	4.0%	44.39	46.63	49.12	51.91	55.06	58.65	62.76	67.54	73.14
	4.5%	40.89	42.85	45.03	47.46	50.19	53.26	56.77	60.80	65.47
	5.0%	37.71	39.45	41.36	43.49	45.86	48.52	51.53	54.95	58.90
	5.5%	34.82	36.36	38.05	39.92	42.00	44.31	46.91	49.85	53.20
	6.0%	32.18	33.55	35.05	36.70	38.53	40.55	42.81	45.35	48.22
	6.5%	29.76	30.99	32.33	33.79	35.40	37.18	39.15	41.36	43.84
	7.0%	27.54	28.64	29.84	31.14	32.57	34.14	35.87	37.80	39.95

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Mediana EV/EBITDA podmiotów wydobywających węgiel kamienny lata 2015-2017 wynosi odpowiednio 9.1x, 6.5x i 6.0x. Należy mieć jednak na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Dodatkowo kopalnie różnią się sposobami wydobycia oraz mają różne zasoby (decydujące w długim terminie o wartości dla akcjonariuszy).

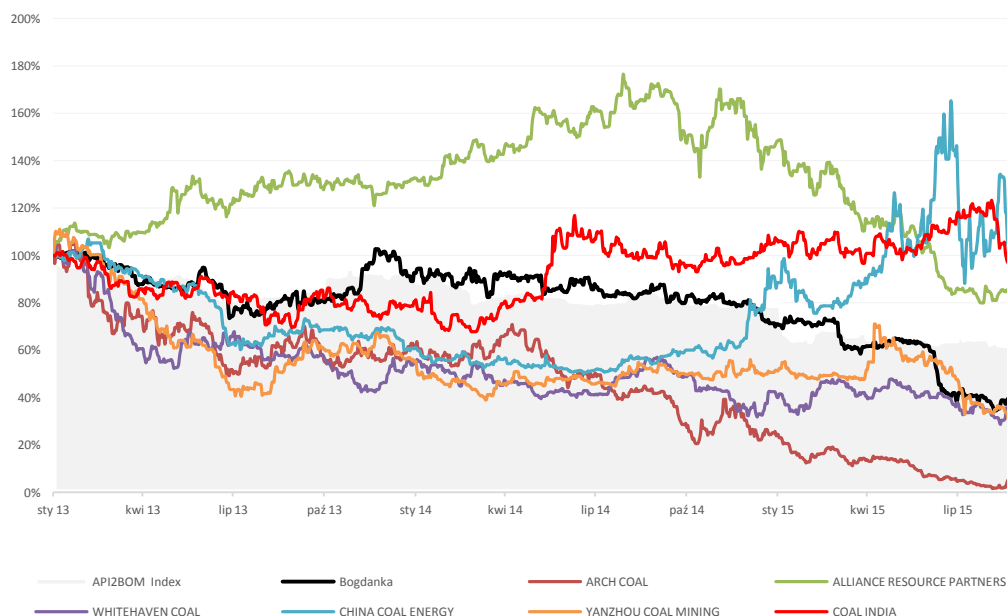
Ze względu na specyfikę działania Bogdanki, w szczególności koncentrację wyłącznie na rynku polskim, nie decydujemy się na uwzględnienie tego mnożnika dla ustalenia wyceny końcowej. Zwracamy jednak uwagę, że spółka na lata 2015-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 2.9x-3.9x. Historycznie inwestorzy akceptowali znacznie wyższe mnożniki rynkowe Bogdanki. Obecna zmiana nastawienia związana jest ze spadającymi cenami węgla oraz obawami (szczególnie po wypowiedzeniu jednej z głównych umów handlowych przez Enea) o przyszłe wolumeny sprzedaży Bogdanki jakie będzie w stanie uplasować na rynku krajowym.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
ARCH COAL	5.1	USD	7.0	11.9	7.1	3.1	3.5	2.8
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	24.4	USD	---	---	---	16.4	17.5	15.6
FORESIGHT ENERGY	7.7	USD	6.7	7.0	8.4	3.4	3.3	3.3
PEABODY ENERGY	1.5	USD	14.1	15.3	13.3	6.2	6.5	6.0
CLOUD PEAK ENERGY	3.4	USD	---	---	---	12.8	9.1	6.7
CONSOL ENERGY	12.2	USD	---	---	---	5.1	5.6	5.1
WHITEHAVEN COAL	1.2	AUD	---	24.7	10.6	7.2	5.8	4.9
CHINA COAL ENERGY	6.3	CNY	45.3	10.6	6.4	9.3	5.7	4.1
YANZHOU COAL MINING	3.8	HKD	98.8	---	---	21.0	17.8	17.2
COAL INDIA	363.4	INR	---	---	---	11.9	10.6	9.2
Mediana	---	---	14.2x	12.1x	9.5x	9.1x	6.5x	6.0x
LW Bogdanka	37.8	PLN	7.4x	26.8x	28.3x	2.9x	4.1x	3.9x

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'15

Dane za 2Q'15 okazały się umiarkowanie pozytywne i wyższe niż nasze wcześniejsze założenia. Należy mieć jednak na uwadze, że realizowana cena sprzedaży węgla była pochodną wcześniejszych umów negocjowanych jeszcze w 2014 roku przed nadejściem silnych turbulencji na rynku krajowym (wywołanych głównie przez agresywne działania KW).

Przychody ze sprzedaży w 2Q'15 wyniosły 415.3 mln PLN (spadek o 10.5% r/r). W tym okresie wolumen wydobywania netto był na poziomie 1.9 mln ton, czyli o 5.7% mniej w ujęciu r/r. Sprzedaż węgla w 2Q'15 była na poziomie 2.1 mln ton, co oznacza spadek o 10.8% r/r.

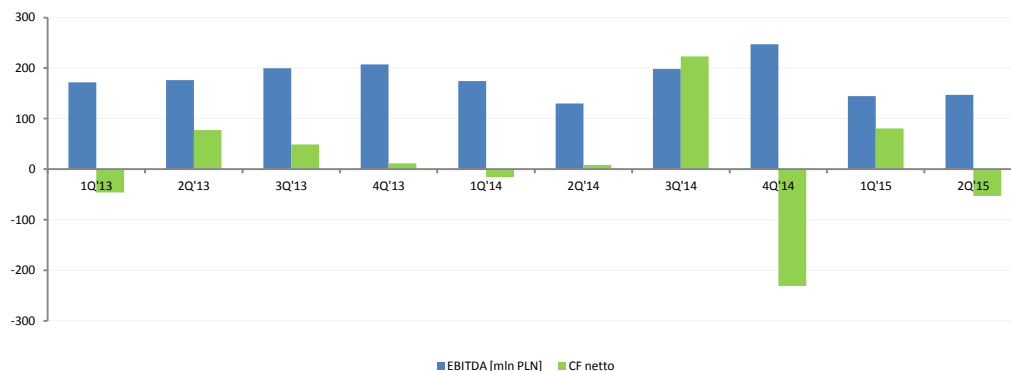
Wynik EBITDA za 2Q'15 wzrósł do 147.4 mln PLN, czyli o 13.3%. Wpływ na poprawę marż miał istotny spadek kosztów usług obcych (redukcja kosztów wywozu kamienia, czy mniejsza wartość usług wiertniczo-górnich z uwagi na rewizję długości wykonanych wyrobisk) oraz zużycia materiałów i energii (efekt głównie po stronie oddziałów przygotowawczych). W 2Q'15 koszty świadczeń pracowniczych były na poziomie porównywalnym r/r. Zwracamy jednak uwagę na wdrażane działania obniżające stan zatrudnienia, co powinno być odczuwalne w kolejnych kwartałach.

Wyniki skonsolidowane za 2Q'15

Rachunek wyników [mln PLN]	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	463.8	415.3	-10.5%	1966.3	1911.8	-2.8%
EBITDA	130.1	147.4	13.3%	711.5	737.5	3.7%
EBIT	40.7	53.2	30.6%	363.3	337.0	-7.2%
Saldo finansowe	-3.1	-2.6	-17.7%	-14.8	-14.7	-0.3%
Wynik netto	28.8	42.8	48.5%	278.9	257.0	-7.9%
CF operacyjny	165.4	184.8		738.3	734.7	
CF netto	8.1	-53.2		52.2	18.5	
Dług netto/EBITDA	0.6	0.8		0.6	0.8	
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1.2	1.4		1.2	1.4	
Struktura kosztów [mln PLN]	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Amortyzacja	89.1	92.9	4.4%	347.3	398.8	14.8%
Zużycie mat i energii	110.2	86.7	-21.4%	490.1	426.5	-13.0%
Usługi obce	118.0	79.4	-32.7%	482.7	437.8	-9.3%
Świadczenia pracownicze	114.7	116.8	1.8%	566.0	605.5	7.0%
Koszty reprezentacji i reklamy	2.3	2.0	-15.9%	8.1	7.3	-9.3%
Podatki i opłaty	7.6	7.5	-1.2%	35.6	37.5	5.3%
Pozostałe koszty	0.8	0.9	6.0%	22.2	23.0	4.0%
Koszty rodzajowe	442.6	386.0	-12.8%	1951.9	1936.5	-0.8%
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-60.2	-42.2	-29.9%	-322.1	-307.5	-4.5%
Rozliczenia międzyokresowe	26.9	19.1	-29.0%	-0.2	-2.8	---
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-20.4	-15.4	-24.3%	-100.6	-75.9	-24.6%
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	7.9	8.4	5.9%	1.3	21.9	---
Całkowite koszty produkcji	396.9	355.9	-10.3%	1530.3	1572.1	2.7%
Zmiana stanu produktów	15.8	2.1	-86.6%	29.0	-22.2	---
Wartość sprzedanych tow i materiałów	2.7	3.1	16.7%	10.6	12.3	15.4%
Koszt własny produkcji sprzedanej	415.4	361.1	-13.1%	1569.9	1562.1	-0.5%
Koszt sprzedanych produktów, tow i mat	381.4	329.3	-13.7%	1429.7	1427.9	-0.1%
Koszty sprzedaży	10.4	9.4	-10.0%	42.7	38.2	-10.5%
Koszty administracyjne	23.5	22.5	-4.2%	97.6	96.0	-1.6%
Dane operacyjne	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Produkcja [mln ton]	2.0	1.9	-5.7%	8.5	8.8	3.7%
Sprzedaż [mln ton]	2.1	1.9	-10.8%	8.7	8.7	-0.1%
Zapasy [mln ton]	0.1	0.4	163.8%	0.1	0.4	163.8%
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	220.8	220.8	0.0%			
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	155.0	142.0	-8.4%			

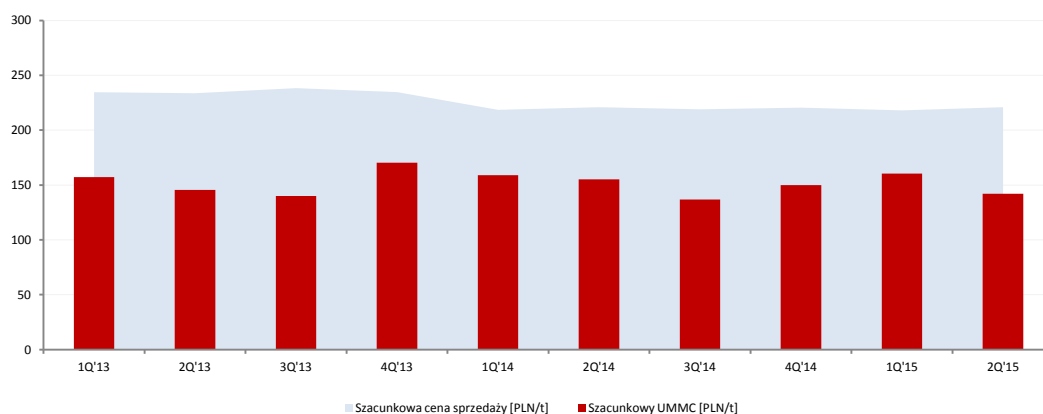
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



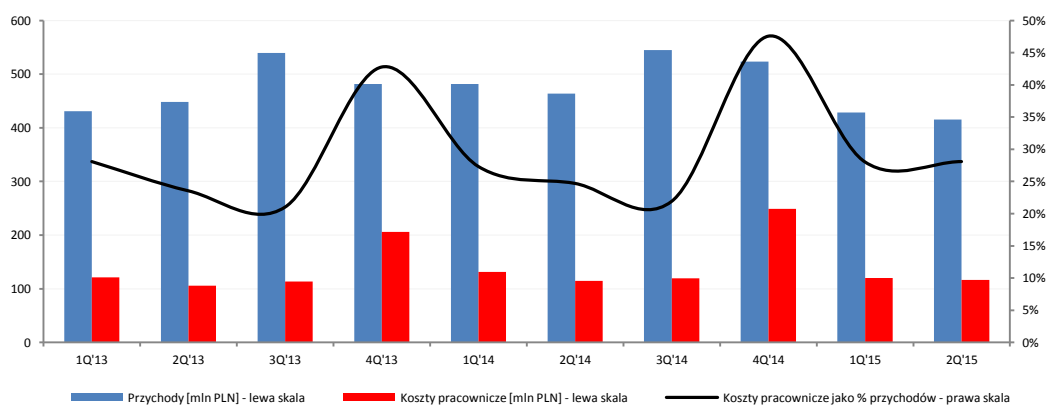
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

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

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

W związku z trudnym otoczeniem rynkowym na rynku węgla energetycznego (KW odzyskuje utracone wcześniej udziały w rynku; spadające ceny na rynku krajowym i na świecie), spółka zdecydowała się na przeprowadzenie korekt w strategii działania przyjmując obecnie do realizacji „scenariusz konserwatywny”. Kluczowe trzy kierunki działań na 2015 rok to:

- optymalizacji planu produkcyjnego do warunków rynkowych (ok. 8.5 mln ton w 2015 roku przy utrzymywanych zdolnościach produkcyjnych na poziomie 10.5-11.5 mln ton); redukcja prac przygotowawczych do ok. 23.6 km (czyli mniej o 6.2 km względem 2014 roku);
- spadek zatrudnienia stałego (zwolniono 300 osób wg stanu na koniec lipca'15 względem końca 2014 roku), dodatkowo planowana jest redukcja średniego poziomu wynagrodzenia (utrzymanie przeciętnego wynagrodzenia na poziomie z 2013 roku z możliwością jednorazowej premii na koniec roku zależnie od sytuacji finansowej i kontraktacji na 2016 rok) oraz ograniczenie usług outsourcingowych;
- ograniczenie nakładów inwestycyjnych (plan wydatków ok. 361 mln PLN; jest to kolejne ścięcie inwestycji, tym razem o ok. 80 mln PLN).

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

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

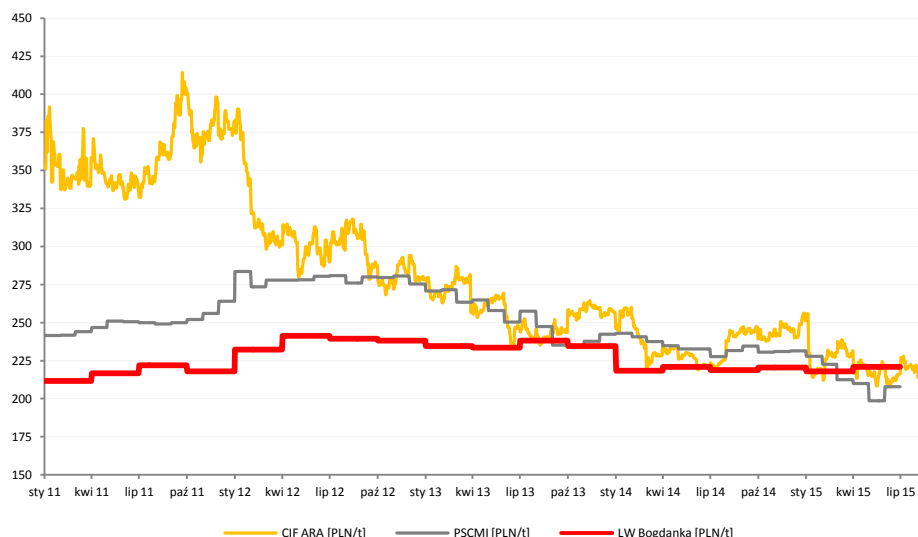
Wdrożenie drugiego etapu restrukturyzacji powinno wpłynąć na dalsze redukcje kosztów pracowniczych (stan zatrudnienia z 2011 roku) oraz innych pozycji kosztowych, co powinno korzystnie wpływać na poziom EBITDA. Jednocześnie jednak w takim scenariuszu, naszym zdaniem, może wzrosnąć ryzyko dokonania odpisów aktualizujących (utrata wartości aktywów).

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2015 ROK I KOLEJNE OKRESY

Okres 1H'15 przyniósł zaostrenie walki cenowej na krajowym rynku węgla energetycznego, co skutkowało bardzo silnymi spadkami cen węgla oferowanego dla energetyki (szczególny efekt podaży ze strony KW). Odczyt indeksu PSCMI1 wskazywał, że średnia ważona cena miałow w maju'15 była na poziomie niespełna 198.7 PLN/t (9.08 PLN/GJ). Dane za czerwiec'15 wskazują, że PSCMI1 wzrósł mc/mc do pułapu 207.8 PLN/t (9.33 PLN/GJ). Liczymy, że kończy się najostrejszy okres walki cenowej stosowanej przez KW na polskim rynku (szacunkowy stan zapasów KW na koniec czerwca'15 to ok. 3mln ton; w celach strategicznych do 2017 roku zapisano optymalny pułap zapasów na poziomie 0.6-1.0 mln ton). Tym samym oceniamy, że kolejne miesiące nie powinny już przynosić tak silnej wyprzedzący jaka miała miejsce w 1Q'15 i 2Q'15. Jednocześnie należy mieć świadomość, że rynek wewnętrzny będzie dalej wymagający dla producentów węgla, a ceny z portów ARA nadal nie pozwalają na wprowadzanie podwyżek cen.

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 (stabilne ceny sprzedaży Bogdanki w 1Q'15 i 2Q'15 są pochodną wcześniejszych umów z 2014 roku).

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



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

Na 2015 rok zakładamy, że spółka sprzeda ok. 8.2 mln ton węgla. Średnia cena sprzedaży w 2015 roku w naszym modelu wynosi ok. 214 PLN/t. Zgodnie z zapowiedziami spółki uwzględniamy wyższą sprzedaż w 2H'15 w porównaniu do 1H'15. Jesteśmy jednak ostrożniejsi w zakresie wolumenów niż cel 8.5 mln ton sprzedaży na 2015 rok. Dzięki prowadzonej optymalizacji kosztów spółka wg nas powinna wykazać EBITDA na poziomie ponad 605 mln PLN.

Spodziewamy się, że 2016 rok będzie zdecydowanie trudniejszy dla spółki. Obecne warunki w jakich prowadzone są negocjacje w zakresie cen sprzedaży do głównych partnerów są wyjątkowo niekorzystne dla Bogdanki. Wpływ na to mają spadające ceny nośników energetycznych na świecie, mocne obniżki cen węgla energetycznego z kopalń śląskich (agresywna wyprzedaż węgla z KW) oraz wreszcie wypowiedzenie wieloletniej umowy na dostawy węgla do Enea (główny odbiorca węgla). Założyliśmy zatem, że sprzedaż węgla będzie na poziomie niewiele mniejszym niż w 2015 roku czyli ok. 8 mln ton (zarząd spółki liczy na wolumeny sprzedaży wyższe niż w 2015 roku). Jednocześnie przyjęliśmy w modelu dość istotny spadek średnich cen sprzedaży do poziomu 185 PLN/t. Tym samym spodziewamy się, że przychody w 2016 roku spadną o ok. 267 mln PLN r/r. Taki scenariusz będzie wymuszał podejmowanie dalszych działań optymalizujących koszty działalności. Zgodnie z naszymi założeniami spodziewamy się, że EBITDA za 2016 rok spadnie o ok. 158 mln PLN do poziomu niespełna 448 mln PLN. Kolejne dwa lata w modelu utrzymujemy scenariusz niskich cen węgla oraz ograniczonej możliwości lokowania wyższych wolumenów sprzedaży w Polsce. Tym samym EBITDA na lata 2017-2018 wynosi w modelu odpowiednio 447-436 mln PLN. Jest to moment przełomowy w naszej projekcji i w kolejnych okresach uwzględniamy powolną odbudowę cenników oraz powrót wolumenów sprzedaży do pułapu 8.5 mln ton (konserwatywnie nie zakładamy wyższych wolumenów i mamy nadzieję, że w przyszłości będzie to istotny impuls do podniesienia naszych założeń).

W zakresie udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałów węglowych na potrzeby energetyczne może dojść do utrzymania negatywnych tendencji dla spółki w najbliższych kwartałach. Taka sytuacja, szczególnie przy niskich cenach węgla energetycznego, będzie w naszym odczuciu okresowa. Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka odzyska przynajmniej część wolumenów utraconych w 2015 roku na krajowym rynku. Nie spodziewamy się aby kopalnie śląskie wchodzące w skład KW i KHW w dłuższym terminie były w stanie wypierać węgiel energetyczny z Bogdanki. Należy mieć na uwadze, że warunki geologiczne w śląskich kopalniach są bardzo trudne aby móc wydobywać konkurencyjnie węgiel energetyczny (dodatkowo przerost zatrudnienia).

Szczegółowe założenia do modelu

Rachunek wyników	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	481.5	463.8	545.0	523.2	428.3	415.3	432.2	485.0	1899.8	2013.6	1760.8	1493.2	1454.0	1384.7	1529.8	1639.4	1743.0
EBITDA	174.1	130.1	198.2	247.5	144.4	147.4	150.2	163.7	754.9	750.0	605.6	447.6	447.2	436.4	509.1	547.9	596.8
EBIT	86.0	40.7	99.9	135.7	48.2	53.2	57.5	72.1	424.8	362.3	230.9	77.8	78.6	69.8	146.2	184.5	230.2
Saldo finansowe	-6.7	-3.1	-0.9	-5.7	-5.5	-2.6	-3.4	-4.2	-11.1	-16.5	-15.7	-18.4	-22.2	-21.1	-19.6	-18.4	-17.9
Wynik netto	62.4	28.8	80.2	101.4	32.5	42.8	43.8	55.0	329.4	272.8	174.2	48.1	45.7	39.5	102.6	134.6	172.0
Struktura kosztów	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amortyzacja	87.7	89.1	98.2	112.6	95.0	92.9	92.7	91.5	330.1	387.6	372.1	369.8	368.6	366.5	362.9	363.4	366.5
Zużycie mat i energii oraz usługi obce	229.8	110.2	114.6	118.6	106.6	86.7	92.7	96.9	498.1	466.9	382.9	368.5	363.4	336.5	369.7	392.9	408.6
Usługi obce	117.2	118.0	112.4	156.3	89.7	79.4	84.6	115.1	458.3	503.8	368.9	351.4	335.9	311.1	341.9	361.5	375.9
Świadczenia pracownicze	131.7	114.7	119.5	249.0	120.2	116.8	112.7	215.7	546.3	614.9	565.3	535.1	509.6	499.5	523.9	569.1	600.6
Koszty reprezentacji i reklamy	2.2	2.3	1.3	1.9	2.2	2.0	2.0	2.0	7.6	7.7	8.1	8.1	8.1	8.1	8.2	8.2	8.2
Podatki i opłaty	9.8	7.6	9.8	10.5	9.7	7.5	9.8	10.5	34.3	37.7	37.5	37.6	37.6	37.6	37.7	37.7	37.7
Pozostałe koszty	13.3	0.8	4.2	2.8	15.1	0.9	2.0	2.0	20.3	21.1	20.0	19.8	19.6	19.4	19.4	19.4	19.5
Koszty rodzajowe	485.4	442.6	460.1	651.8	438.5	386.0	396.6	533.8	1894.9	2039.9	1754.9	1690.2	1642.8	1578.8	1663.7	1752.2	1817.1
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-66.4	-60.2	-61.3	-151.4	-52.7	-42.2	-55.1	-113.5	-328.7	-339.3	-263.6	-242.5	-237.6	-242.4	-252.1	-264.7	-267.3
Rozliczenia międzyokresowe	-4.4	26.9	29.8	-55.2	3.5	19.1	0.0	0.0	0.0	-2.8	22.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-29.1	-20.4	-25.4	-17.6	-17.5	-15.4	-15.5	-18.2	-99.7	-92.5	-66.5	-58.2	-57.4	-55.5	-61.6	-66.2	-70.6
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	13.3	7.9	11.3	-16.3	18.5	8.4	0.0	-5.0	0.0	16.2	21.9	31.9	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9
Całkowite koszty produkcji	398.8	396.9	414.6	411.3	390.3	355.9	325.9	397.1	1466.5	1621.6	1469.2	1421.4	1369.7	1302.8	1371.9	1443.2	1501.0
Zmiana stanu produktów	-0.6	15.8	20.6	-35.3	-9.6	2.1	45.7	12.7	-32.7	0.4	50.8	-17.7	-6.1	0.3	0.0	0.0	0.0
Wartość sprzedanych tow. i materiałów	2.5	2.7	3.5	3.3	2.3	3.1	3.1	3.1	10.2	12.0	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
Koszt własny produkcji sprzedanej	400.7	415.4	438.7	379.3	383.0	361.1	374.7	412.9	1444.0	1634.0	1531.8	1415.5	1375.4	1314.9	1383.6	1454.9	1512.8
Koszt sprzedanych produktów, tow. i mat	367.5	381.4	403.5	344.6	350.5	329.3	341.9	378.4	1305.3	1497.1	1400.1	1289.3	1248.8	1190.3	1256.2	1325.8	1381.9
Koszty sprzedaży	9.9	10.4	9.5	9.9	9.4	9.4	10.2	11.7	43.7	39.7	40.8	39.7	39.7	37.3	39.7	41.0	42.2
Koszty administracyjne	23.3	23.5	25.7	24.7	23.1	22.5	22.6	22.7	95.1	97.2	91.0	86.4	86.8	87.3	87.7	88.1	88.6
Dane operacyjne	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Produkcja [mln ton]	2.2	2.0	2.4	2.6	2.0	1.9	1.9	2.3	8.3	9.2	8.1	8.1	8.0	7.5	8.0	8.3	8.5
Sprzedaż [mln ton]	2.2	2.1	2.5	2.3	1.9	1.9	2.0	2.3	8.1	9.2	8.2	8.0	8.0	7.5	8.0	8.3	8.5
Zapasy [mln ton]	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	218.4	220.8	218.9	220.4	217.9	220.8	210.8	208.0	235.3	219.6	214.0	185.0	180.0	182.5	190.0	198.0	205.0
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia (UMCC) [PLN/t]	159.0	155.0	136.9	150.0	160.5	142.0	135.5	145.9	153.2	149.9	146.1	143.3	137.5	137.8	139.2	144.2	147.1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO W 1H2015

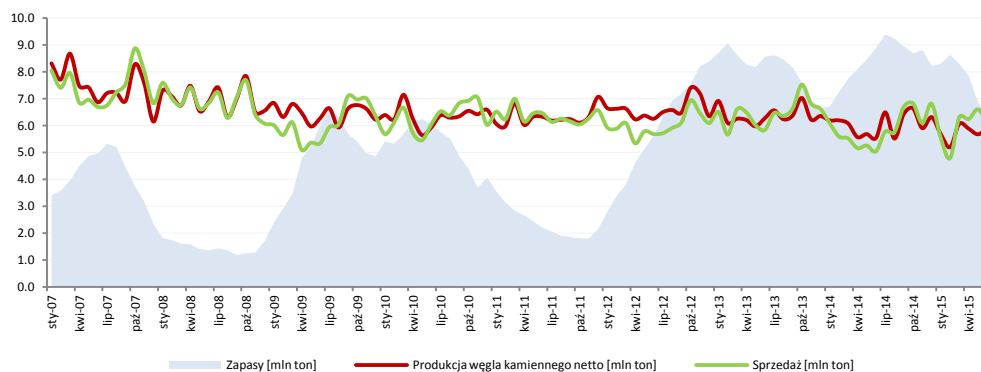
W 1H'15 wydobycie węgla kamiennego w Polsce ogółem wyniosło 34,4 mln ton. W tym samym okresie sprzedaż wyniosła 35.58 mln ton. W samym 2Q'15 wydobycie wyniosło 17.45 mln ton, z kolei sprzedaż ok. 18.95 mln ton. Jak podaje Ministerstwo Gospodarki, w kopalniach na koniec 2Q'15 stan zapasów węgla kamiennego wyniósł 6.38 mln ton. Oznacza to wyraźny spadek r/r i q/q. W 1Q'15 stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach był na porównywalnym pułapie jak na koniec 2014 roku. Z kolei w samym 2Q'15 stan zapasów spadł o ok. 1.9 mln ton w ujęciu q/q.

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

	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
2012	2.8	3.4	3.8	4.6	5.1	5.6	6.3	6.9	7.2	7.5	8.2	8.4
2013	8.7	9.1	8.6	8.3	8.2	8.6	8.6	8.5	8.1	7.6	7.0	6.7
2014	6.7	7.2	7.7	8.1	8.5	8.9	9.4	9.2	8.9	8.7	8.8	8.2
2015	8.3	8.6	8.3	7.8	6.9	6.4						

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

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



W 2Q'15 nastąpił wyraźny spadek raportowanych zapasów węgla kamiennego w krajowych kopalniach.

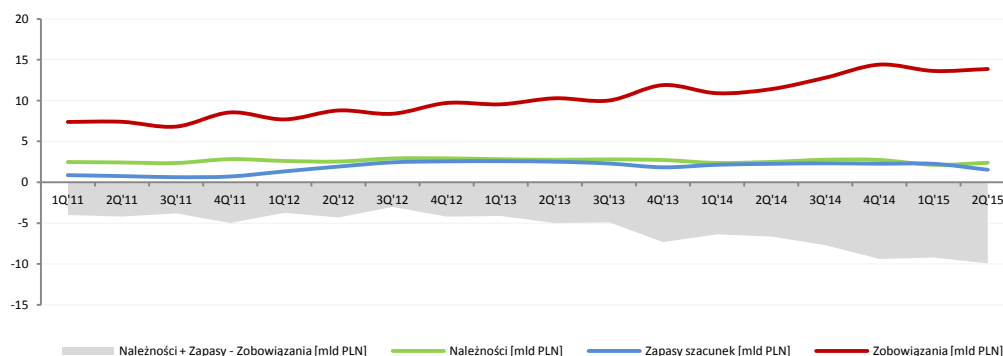
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

Krajowa sprzedaż węgla kamiennego [mln ton]

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

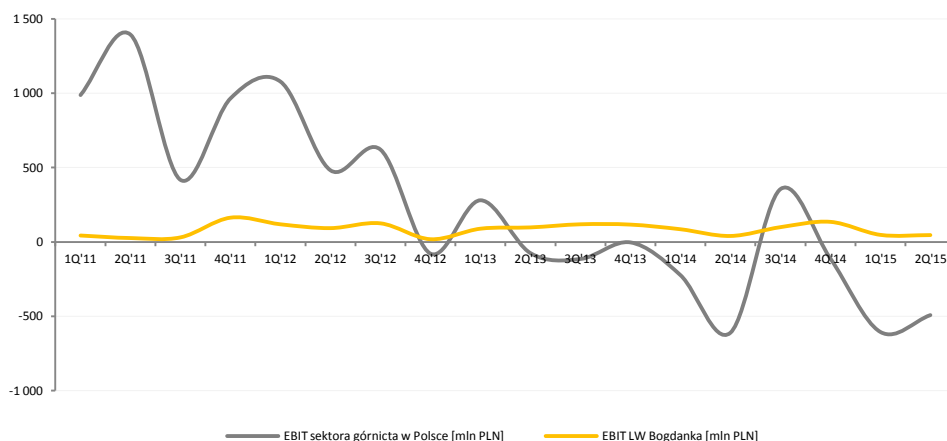
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARP

Saldo zobowiązań i należności oraz wartość zapasów w kopalniach



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

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



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

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

KRAJOWY RYNEK WĘGLA ENERGETYCZNEGO W 1H2015

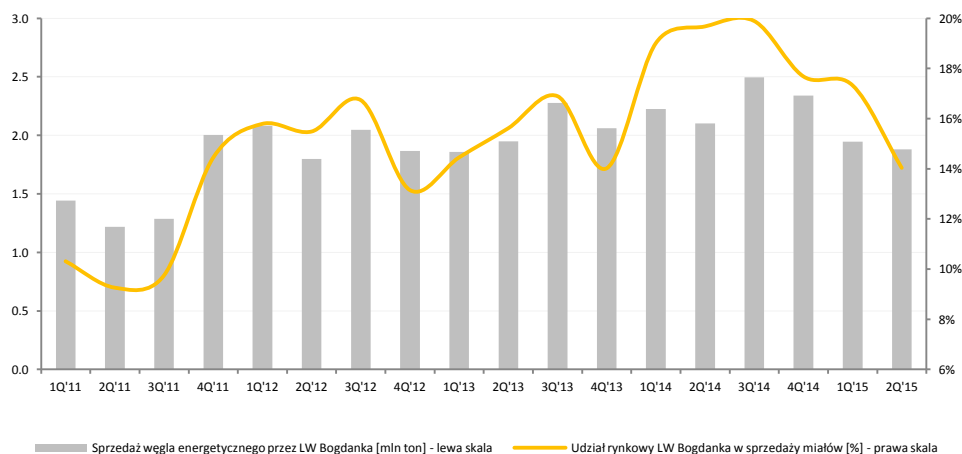
Z danych Ministerstwa Gospodarki wynika, że w 2Q'15 szacunkowa sprzedaż miałów przez krajowe kopalnie wyniosła 13.4 mln ton, czyli była wyższa o ponad 25% r/r (w całym okresie 1H'15 sprzedaż miałów wzrosła o 10% r/r). Wstępne dane operacyjne LW Bogdanka wskazują, że sprzedaż węgla w 2Q'15 wyniosła 1.88 mln ton, czyli spadła o 10.6% r/r (w okresie 1H'15 sprzedaż Bogdanki spadła o 11.5%).

Produkcja i sprzedaż węgla energetycznego przez krajowe kopalnie

	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r [mln ton]	zmiana r/r [%]	1H'14	1H'15	zmiana r/r [mln ton]	zmiana r/r [%]
Wydobycie węgla energetyczny	13.6	13.4	-0.18	-1.3%	28.4	26.8	-1.61	-5.7%
Sprzedaż węgla energetyczny	12.4	15.1	2.73	22.1%	26.0	28.1	2.10	8.1%
sortymenty grube	0.9	0.9	0.03	2.9%	2.0	1.9	-0.13	-6.6%
sortymenty średnie i drobne	0.5	0.5	0.00	0.3%	1.0	1.1	0.05	4.4%
miał	10.7	13.4	2.71	25.4%	22.4	24.6	2.23	10.0%
pozostałe sortymenty	0.3	0.3	-0.01	-2.0%	0.6	0.5	-0.04	-7.7%

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

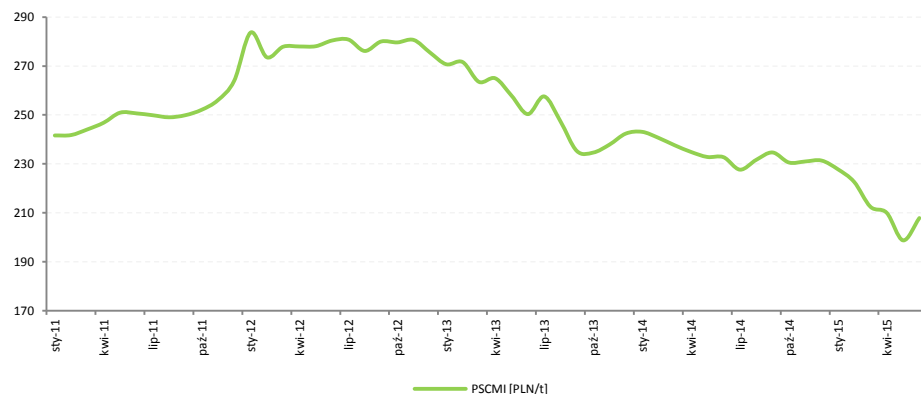
Udział rynkowy LW Bogdanka w sprzedaży miałów węglowych wyprodukowanych w Polsce



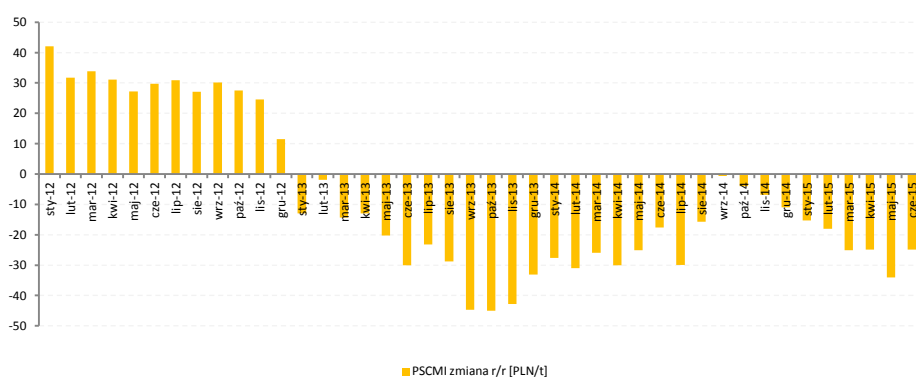
Od 3Q'14 LW Bogdanka wyraźnie traci zdobywane wcześniej udziały rynkowe w sprzedaży miałów węglowych. Jest to skutek agresywnych działań sprzedażowych KW.

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

Indeks cen mialów energetycznych dla energetyki zawodowej i przemysłowej



Indeks PSCMI wskazuje, że średnia ważona cena mialów w okresie 2Q'15 była na poziomie niespełna 206 PLN/t i była niższa o ponad 27 PLN/t r/r. Najniższy odczyt zanotowano w maju, co interpretujemy z agresywną podażą ze strony KW.



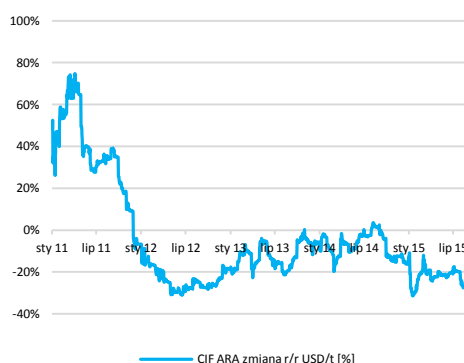
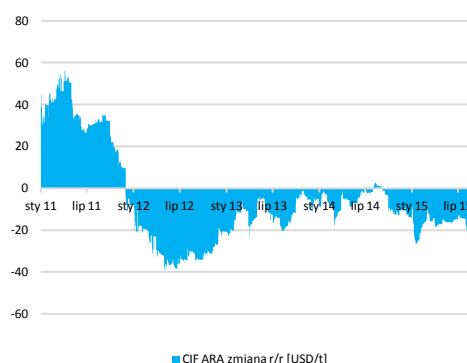
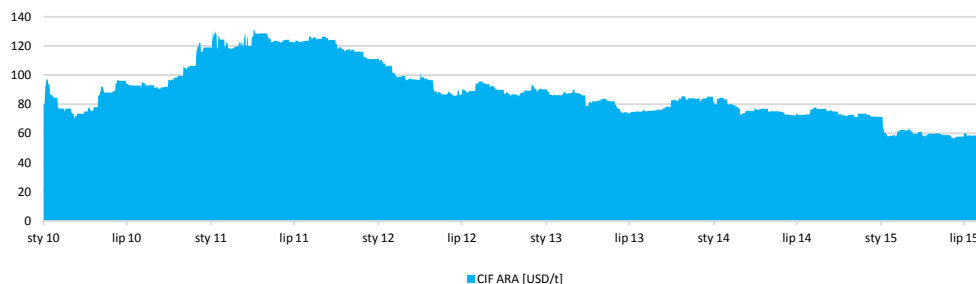
Indeks PSCMI odzwierciedla średnią ważoną cenę netto bez uwzględnienia podatku akcyzowego, w warunkach CFA

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

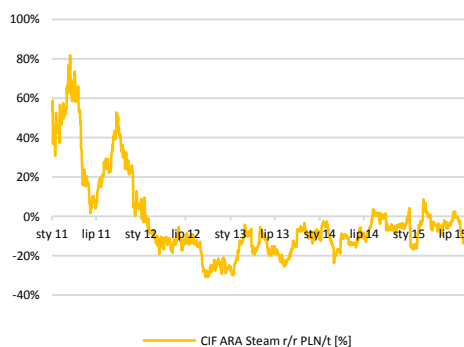
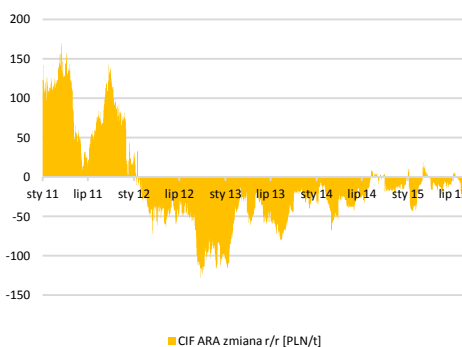
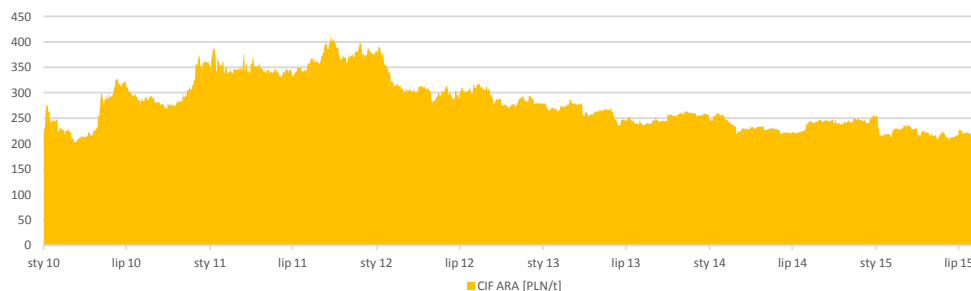
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE

Ceny węgla energetycznego z ARA ulegały systematycznemu spadkowi w 2Q'15. Na początku kwietnia ceny wahały się tuż poniżej 60 USD/t i kolejne miesiące przynosiły powolne osuwanie w dół. Dynamika spadków nie uległa już jednak powiększeniu. W połowie sierpnia ceny węgla energetycznego z ARA wynoszą ok. niespełna 57 USD/t, co w przeliczeniu daje ok. 212 PLN/t (w Polsce odczyt za czerwiec indeksu PSCMI wynosił 207.8 PLN/t).

Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w USD)



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	1 835.8	1 899.8	2 013.6	1 760.8	1 493.2	1 454.0	1 384.7	1 529.8	1 639.4	1 743.0	1 791.9	1 840.9	1 885.7
EBITDA	690.0	754.9	750.0	605.6	447.6	447.2	436.4	509.1	547.9	596.8	629.4	661.6	690.3
EBIT	389.2	424.8	362.3	230.9	77.8	78.6	69.8	146.2	184.5	230.2	257.4	284.0	306.4
Saldo finansowe	-7.1	-11.1	-16.5	-15.7	-18.4	-22.2	-21.1	-19.6	-18.4	-17.9	-17.6	-17.4	-17.2
Wynik przed opodatkowaniem	382.1	413.7	345.9	215.2	59.4	56.4	48.7	126.6	166.1	212.3	239.8	266.6	289.1
Wynik netto	309.0	329.7	272.4	174.3	48.1	45.7	39.5	102.6	134.6	172.0	194.2	215.9	234.2
przypadający na akcjonariuszy dom.	308.6	329.4	272.8	174.2	48.1	45.7	39.5	102.6	134.6	172.0	194.2	215.9	234.2
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	3 063.7	3 274.0	3 730.2	3 607.0	3 595.5	3 575.9	3 541.7	3 545.9	3 576.0	3 627.7	3 681.3	3 740.9	3 804.9
RZAT	2 969.8	3 169.7	3 613.2	3 489.9	3 478.4	3 458.8	3 424.6	3 428.8	3 458.9	3 510.6	3 564.2	3 623.8	3 687.8
WNiP	23.1	23.1	24.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3	23.3
Aktywa z tyt. odroczonego podatku	1.9	1.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Należności handlowe	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Środki pieniężne (fundusz likwidacyjny)	68.0	77.9	88.8	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9
Aktywa obrotowe	421.5	570.1	634.3	625.5	554.0	612.9	675.2	797.4	843.0	879.2	899.0	917.7	933.4
Zapasy	55.4	111.5	132.5	77.2	94.9	101.0	100.7	100.7	100.7	100.7	100.8	100.8	100.8
Należności handlowe	238.6	244.7	300.6	241.2	204.6	199.2	189.7	209.6	224.6	238.8	245.5	252.2	258.3
Nadpłacony podatek	7.0	1.9	5.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Środki pieniężne	120.6	212.0	195.5	306.7	254.1	312.3	384.4	486.7	517.2	539.3	552.3	564.4	573.9
Aktywa Razem	3 485.2	3 844.1	4 364.4	4 232.5	4 149.5	4 188.8	4 216.9	4 343.3	4 418.9	4 507.0	4 580.3	4 658.6	4 738.2
Kapitały własne	2 296.4	2 455.5	2 523.8	2 581.1	2 542.1	2 587.7	2 627.2	2 729.8	2 787.4	2 858.5	2 923.7	2 994.0	3 066.2
Zobowiązania dł term	773.1	579.6	1 171.3	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7	1 173.7
Kredyty i pożyczki	421.0	0.0	13.2	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
Zobowiązania podatkowe	75.1	99.8	114.2	115.3	115.3	115.3	115.3	115.3	115.3	115.3	115.3	115.3	115.3
Rezerwy z tyt pracowniczych	152.1	160.5	186.2	198.5	198.5	198.5	198.5	198.5	198.5	198.5	198.5	198.5	198.5
Rezerwy pozostałe	89.9	85.3	123.6	112.8	112.8	112.8	112.8	112.8	112.8	112.8	112.8	112.8	112.8
Zobow z tyt obligacji	0.0	200.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0
Pozostałe	35.1	34.1	34.0	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2
Zobowiązania kr term	415.7	809.0	669.3	477.8	433.8	427.4	416.0	439.8	457.8	474.9	482.9	491.0	498.3
Kredyty i pożyczki	20.0	421.0	100.5	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8	59.8
Rezerwy z tyt pracowniczych	40.6	39.6	40.5	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8
Zobowiązania podatkowe	0.0	0.1	73.6	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7
Zobowiązania handlowe	309.1	277.3	453.2	289.4	245.5	239.0	227.6	251.5	269.5	286.5	294.6	302.6	310.0
Pozostałe	46.0	71.1	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Razem zobowiązania	1 188.8	1 388.6	1 840.6	1 651.4	1 607.5	1 601.0	1 589.6	1 613.5	1 631.5	1 648.5	1 656.6	1 664.6	1 672.0
Pasywa razem	3 485.2	3 844.1	4 364.4	4 232.5	4 149.5	4 188.8	4 216.9	4 343.3	4 418.9	4 507.0	4 580.3	4 658.6	4 738.2
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	661.7	726.0	712.9	661.4	392.8	407.2	404.4	469.5	500.9	541.3	567.6	594.9	619.3
CF inwestycyjny	-604.7	-639.2	-716.9	-389.1	-358.4	-349.0	-332.3	-367.2	-393.5	-418.3	-425.6	-437.2	-447.9
CF finansowy	-39.3	4.6	-12.5	-161.1	-87.1	0.0	0.0	0.0	-76.9	-100.9	-129.0	-145.7	-162.0
Zmiana stanu środków pieniężnych	17.7	91.5	-16.5	111.3	-52.6	58.2	72.1	102.3	30.5	22.1	13.0	12.0	9.5
Środki pieniężne sop	102.8	120.6	212.0	195.5	306.7	254.1	312.3	384.4	486.7	517.2	539.3	552.3	564.4
Środki pieniężne eop	120.6	212.0	195.5	306.7	254.1	312.3	384.4	486.7	517.2	539.3	552.3	564.4	573.9

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena akcji	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8
Liczba akcji	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14	34.14
Mkt Cap [mln PLN]	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290	1 290
P/E	4.2x	3.9x	4.7x	7.4x	26.8x	28.3x	32.7x	12.6x	9.6x	7.5x	6.6x	6.0x	5.5x
EV/EBITDA	2.3x	2.3x	2.5x	2.9x	4.1x	3.9x	3.9x	3.1x	2.8x	2.6x	2.4x	2.3x	2.2x
EV/EBIT	4.1x	4.0x	5.3x	7.6x	23.3x	22.3x	24.1x	10.8x	8.4x	6.6x	5.9x	5.3x	4.9x
P/BV	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x
EV [mln PLN]	1 611	1 705	1 909	1 761	1 813	1 755	1 683	1 581	1 550	1 528	1 515	1 503	1 493
Dług netto [mln PLN]	320	414	619	470	523	464	392	290	260	237	224	212	203
Dług %	441	626	814	777	777	777	777	777	777	777	777	777	777
Środki pieniężne	121	212	195	307	254	312	384	487	517	539	552	564	574
Zobowiązania pracownicze	193	200	227	245	245	245	245	245	245	245	245	245	245
Dług netto/EBITDA	0.46x	0.55x	0.82x	0.78x	1.17x	1.04x	0.90x	0.57x	0.47x	0.40x	0.36x	0.32x	0.29x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	0.92x	1.09x	1.39x	1.69x	2.28x	2.29x	2.34x	2.01x	1.87x	1.71x	1.62x	1.54x	1.48x
DPS [PLN]	4.0	5.0	5.8	3.5	2.6	0.0	0.0	0.0	2.3	3.0	3.8	4.3	4.7
Div yield	11%	13%	15%	9%	7%	0%	0%	0%	6%	8%	10%	11%	13%
Dane operacyjne	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Produkcja [mln ton]	7.78	8.35	9.19	8.11	8.05	8.02	7.50	8.00	8.26	8.50	8.50	8.50	8.50
Sprzedaż [mln ton]	7.80	8.15	9.16	8.21	8.00	8.00	7.50	8.00	8.26	8.50	8.50	8.50	8.50
Zapasy [mln ton]	0.02	0.22	0.31	0.21	0.26	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	237.3	235.3	219.6	214.0	185.0	180.0	182.5	190.0	198.0	205.0	211.0	217.0	222.5
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	159.9	153.2	149.9	146.1	143.3	137.5	137.8	139.2	144.2	147.1	149.3	151.5	153.6

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	45.86	(wznowienie)	---	28.08.2015	37.8	50 037
redukuj	103,90	trzymaj	115,50	13.05.2013	116,00	44 895
trzymaj	115,50	akumuluj	121,50	07.09.2012	121,00	40 152
akumuluj	121,50	trzymaj	112,10	12.01.2011	109,00	38 033
trzymaj	112,10	akumuluj	105,90	03.11.2011	113,00	41 068
akumuluj	105,90	akumuluj	124,60	05.08.2011	93,00	43 695
akumuluj	124,60	akumuluj	140,30	26.05.2011	113,30	49 243
akumuluj	140,30	akumuluj	119,20	11.04.2011	126,00	49 870
akumuluj	119,20	akumuluj	88,50	17.11.2010	106,50	46 456
akumuluj	88,50	akumuluj	-	13.09.2010	82,20	42 167

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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	1	8%
Akumuluj	6	46%
Trzymaj	2	15%
Redukuj	4	31%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 28.08.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 02.09.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 28.08.2015 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.