



Dom Maklerski BDM S.A.

LW BOGDANKA

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki akcentując impulsy średnio i długoterminowe, dlatego zalecamy kupno walorów LWB. Cenę docelową jednak obniżyliśmy do 81,05 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka na lata 2017-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 3,5x-3,0x.

Rezultaty za 3Q'17 okazały się słabsze w relacji r/r. Przychody spółki były niższe o 13% r/r i tym samym EBITDA skonsolidowana spadła o 9,2% r/r do niespełna 134 mln PLN. Na poziomie netto spółka zaraportowała 31,6 mln PLN. W tym okresie wolumen sprzedaży netto był na poziomie 2,036 mln ton, czyli mniej o 13,7% w ujęciu r/r. Przypominamy, że w 1Q'17 i 2Q'17 spółka raportowała wzrost sprzedaży r/r odpowiednio na poziomie +9,4% i +3,6%. Zatem narastająco 1-3Q'17 sprzedaż węgla była niższa o 0,6% r/r. W okresie dziewięciu miesięcy br. szacowany udział LWB w krajowym rynku węgla dla energetyki zawodowej był na poziomie 25,5%.

Zwracamy uwagę, że zarząd LWB w najbliższym okresie będzie musiał zmierzyć się z postulatami strony społecznej i wypracować ramy wzrostu wynagrodzeń. Jednocześnie cenniki LWB w 2018 roku mogą być płaskie i odbiegać od odczytów PSCMI1 (spodziewamy się, że wzrosty będą wynikały z wyższych stawek PGG). Z kolei za poprawą wyników w 2018 roku może przemawiać jednak oczekiwany przez nas wzrost produkcji węgla do ok 9,25 mln ton (+200 tys. ton r/r). Zatem liczymy, że LWB poprawi odczyt EBITDA w przyszłym roku do 676,2 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przy założeniu dalszego niezmiennego już wzrostu produkcji oraz dzięki podwyżkom cenników oczekujemy wzrostu EBITDA do odpowiednio 732 mln PLN i 748 mln PLN.

Podtrzymujemy też tezę z poprzednich raportów, że w perspektywie kilku lat powinno dojść do trwałego wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałow węglowych na potrzeby energetyczne. Dlatego oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka prawdopodobnie zwiększy wydobycie ponad cele z obecnej strategii (w modelu na obecnym etapie nie uwzględniamy wciąż możliwości produkcji powyżej 9,5 mln ton/rok).

Na rynkach światowych w końcówce 2017 roku widzimy ponownie wzrosty cen węgla energetycznego (w portach ARA jest to aktualnie ponad 330 PLN/t). Stany zapasów nie wykazują istotnych zmian (są znacząco niższe r/r), widzimy też rosnące ceny frachtu (szczególnie na rynkach azjatyckich). Jednocześnie cały czas szereg producentów wskazuje na wyższe plany wydobycia w najbliższych kwartałach (co sugeruje, że może dojść do spadku cen, choć takie scenariusze były już podnoszone kilka miesięcy temu). W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już od kilku kwartałów ustabilizowana. Wdrażane programy optymalizujące koszty działania i poprawa koniunktury dla producentów węgla kamiennego na rynkach zagranicznych już wpłynęły na PGG. Obecnie czekamy na odważniejsze ruchy cenowe tego podmiotu w kontraktacji na 2018 rok, co wpłynie na odczyty PSCMI1.

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	1 786,3	1 780,5	1 849,2	1 953,4	2 030,1	2 074,3
Sprzedaż [mln ton]	9,14	9,10	9,24	9,35	9,41	9,45
EBITDA [mln PLN]	599,2	620,3	676,2	732,1	748,5	738,7
EBIT [mln PLN]	237,0	269,1	340,5	389,9	400,9	382,7
Wynik netto [mln PLN]	181,5	203,8	271,6	314,8	326,2	313,4
EV/EBITDA (x)	3,9x	3,5x	3,0x	2,6x	2,3x	2,2x
P/E (x)	12,5x	11,1x	8,4x	7,2x	7,0x	7,2x
DPS [PLN]	0,0	1,0	2,0	2,8	3,2	3,3

KUPUJ
(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 81,05 PLN

11 GRUDZIEŃ 2017 (15:15 CEST)

Wycena końcowa [PLN]	81,05
Potencjał do wzrostu / spadku	+22%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	66,5
Kapitalizacja [mld PLN]	2,27
Ilość akcji [mln. szt.]	34,14
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	79,60
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	59,00
Stopa zwrotu za 3 mc	-15%
Stopa zwrotu za 6 mc*	6%
Stopa zwrotu za 9 mc*	-16%
* uwzględnia wypłaconą dywidendę	
Akcjonariat	
Grupa Enea	66%
TFI PZU	9,8%

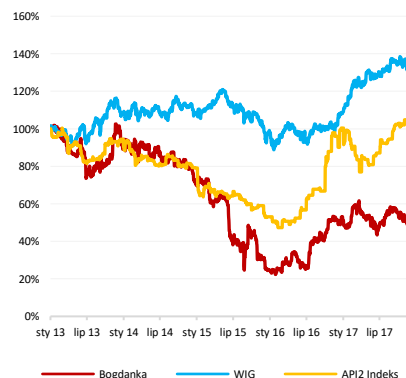
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'17.....	9
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	11
PORÓWNANIE ZAŁOŻEŃ MODELU BDM Z PARAMETRAMI STRATEGII SPÓŁKI	14
KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO.....	16
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Ostatnie schłodzenie nastrojów wokół LWB wiążemy z perspektywą płaskich cenników sprzedaży węgla w 2018 roku oraz oczekiwaniami strony społecznej w zakresie wypracowania ram przyszłego wzrostu wynagrodzeń. Jednocześnie za poprawą wyników w 2018 roku może przemawiać jednak oczekiwany przez nas wzrost produkcji węgla do ok 9,25 mln ton (+200 tys. ton r/r). Zatem na podstawie obecnych założeń liczymy, że LWB poprawi odczyt EBITDA w przyszłym roku do 676,2 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przy założeniu dalszego nieznacznego już wzrostu produkcji oraz dzięki podwyżkom cenników oczekujemy wzrostu EBITDA do odpowiednio ponad 732 mln PLN i 748 mln PLN. Podtrzymujemy też tezę z poprzednich raportów, że w perspektywie kilku lat powinno dojść do trwałego wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałow węglowych na potrzeby energetyczne. Dlatego oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka prawdopodobnie zwiększy wydobycie ponad cele z obecnej strategii (w modelu na obecnym etapie nie uwzględniamy wciąż możliwości produkcji powyżej 9,5 mln ton/rok). Zatem **podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki akcentując impulsy średnio i długoterminowe, dlatego zalecamy kupno walorów LWB. Cenę docelową obniżyliśmy jednak do 81,05 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka na lata 2017-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 3,5x-3,0x.**

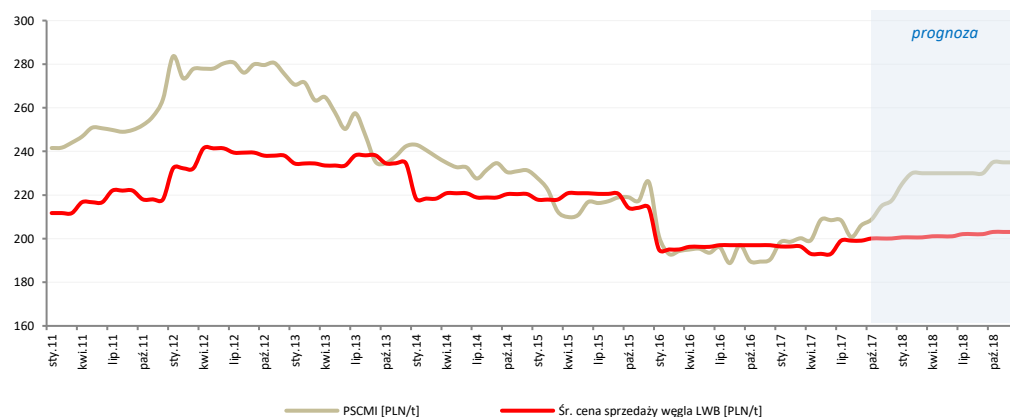
Podsumowanie wyceny LWB

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	2,59	75,87
B	Wycena porównawcza	2,77	86,24
C	Wycena końcowa (A*0,5 + B*0,5)	2,85	81,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już ustabilizowana. Przedstawiciele śląskich górniczych spółek oraz ministrowie nadzorujący obszar górnictwa kreślą cele rozwoju branży na najbliższe lata, definiując m.in. ambitne programy inwestycyjne oraz długoterminową optymalizację kosztową. Widzimy też wyraźne rozluźnienie kosztów pracowniczych i przywrócenie historycznych przywilejów płacowych w śląskich zakładach (które prawdopodobnie w perspektywie kilku lat ponownie wprowadzą w kłopoty zakłady górnicze, gdyż utrudniają skuteczne wprowadzanie zmian zmierzających do długoletniej optymalizacji kosztowej).

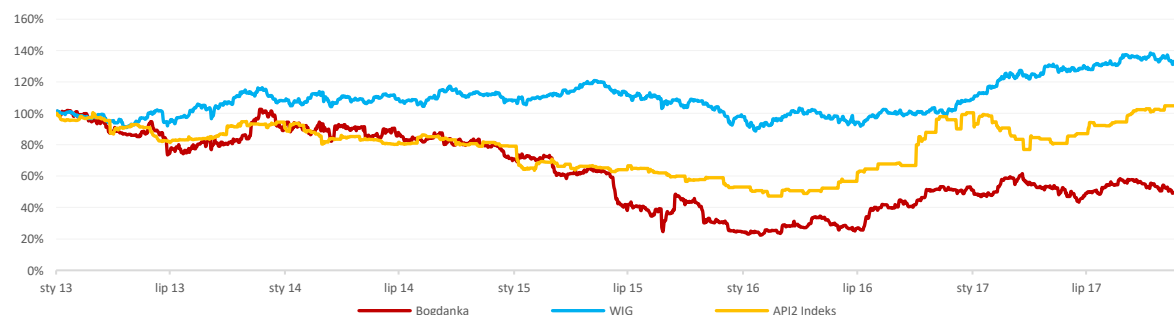
Założenia dla ścieżki indeksu PSCMI1 oraz cen uzyskiwanych przez LWB



Zakładamy, że indeks PSCMI1 będzie wykazywać wzrost przynajmniej do 2019 roku. Odczyt za październik '17 to ponad 208 PLN/t. Spodziewamy się, że w 1Q'18 PSCMI1 przekroczy 230 PLN/t. Dla LWB założyliśmy płaskie cenniki w 2018 roku. Spodziewamy się, że dopiero 2019 rok może pozwolić spółce na bardziej odczuwalną poprawę cenników. W modelu przyjęliśmy, że średnia cena LWB w 2018 wyniesie ok 201 PLN/t, a w 2019 roku prawie 211 PLN/t.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Kluczowe znaczenie dla wyników spółki ma cena węgla sprzedawanego do energetyki na rynku krajowym. W latach 2015-2016 krytyczna sytuacja płynnościowa śląskich zakładów górniczych doprowadziła do ostrej walki cenowej na polskim rynku węgla energetycznego. Aktualnie w Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już ustabilizowana. Czekamy obecnie na odważniejsze ruchy cenowe PGG i JSW w najbliższych miesiącach. W przypadku LWB wyższe cenniki możliwe będą dopiero od 2019 roku (przy założeniu utrzymania wyższych poziomów PSCMI1).

Wejście w skład grupy Enea (głównego odbiorcy produkowanego węgla) stworzyło nową sytuację w ustalaniu przyszłej polityki cenowej Bogdanki. Naszym zdaniem należy liczyć się z trwałym dyskontem (kilka %) do PSCMI1.

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 4,0%. 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 rok 2018 zdecydowaliśmy się obniżyć założenia dla EBITDA z uwagi na niższe ceny węgla oraz wyższe koszty pracy. Zauważamy, że spółka intensyfikuje prace przygotowawcze do zagospodarowania złoża Ostrów. Wreszcie spodziewamy się, że w latach 2018-2020 będziemy obserwowali stopniowy wzrost produkcji (władze spółki zadeklarowały zatrudnienie ok 300 pracowników w 2018 roku).
- Aktualnie przyjęta projekcja wskazująca, że średnioroczna EBITDA w spółce w latach 2018-2020 wyniesie 719 mln PLN (poprzednio było 750 mln PLN).
- Nasze długoterminowe założenia dla rentowności działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN,, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki to 714,9 mln PLN.
- Łączny Capex spółki w latach 2016-2025 w strategii wynosi 4 mld PLN. Nasz model także zakłada poziom inwestycji w tym okresie na poziomie ok 4,14 mld PLN.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 03.01.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2,59 mld PLN, czyli 75,87 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 849	1 953	2 030	2 074	2 109	2 140	2 167	2 194	2 221	2 248
EBIT [mln PLN]	340,5	389,9	400,9	382,7	354,0	343,1	332,0	321,3	313,0	304,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	64,7	74,1	76,2	72,7	67,3	65,2	63,1	61,1	59,5	57,9
NOPLAT [mln PLN]	275,8	315,8	324,7	310,0	286,7	277,9	268,9	260,3	253,6	246,7
Amortyzacja [mln PLN]	335,7	342,3	347,6	356,0	366,6	376,8	385,3	393,5	401,5	409,1
CAPEX [mln PLN]	-393,3	-404,4	-436,5	-446,0	-453,4	-449,4	-455,1	-460,8	-466,5	-472,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,3	0,9	6,9	4,3	1,2	-0,1	-1,5	-2,8	-4,2	-5,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	214,9	254,6	242,8	224,3	201,2	205,2	197,7	190,2	184,3	177,9
DFCF [mln PLN]	196,8	213,6	186,5	157,7	129,5	121,0	106,7	93,9	83,3	73,6
Suma DFCF [mln PLN]	1 362,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 599,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 075,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 437,8									
Dług netto [mln PLN]	-152,2									
Wyplacona dywidenda w 2018 roku [mln PLN]										
Wartość kapitału [mln PLN]	2 590,0									
Ilość akcji [mln szt.]	34,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	75,87									

Sprzedaż [mln ton]	9,2	9,3	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	202	211	218	222	225	228	231	234	237	240
Przychody zmiana r/r	3,9%	5,6%	3,9%	2,2%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	9,0%	8,3%	2,2%	-1,3%	-2,5%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,1%	-0,1%
Marża EBITDA	36,6%	37,5%	36,9%	35,6%	34,2%	33,6%	33,1%	32,6%	32,2%	31,7%
EBITDA [PLN/t]	73,2	78,3	79,5	78,2	76,0	75,8	75,6	75,3	75,3	75,2
Marża EBIT	18,4%	20,0%	19,7%	18,5%	16,8%	16,0%	15,3%	14,6%	14,1%	13,5%
CAPEX / Przychody	21%	21%	22%	22%	22%	21%	21%	21%	21%	21%
CAPEX / Amortyzacja	117%	118%	126%	125%	124%	119%	118%	117%	116%	115%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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	93,5%	93,9%	94,2%	94,5%	94,7%	94,9%	95,0%	95,2%	95,3%	95,4%
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	6,5%	6,1%	5,8%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%

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	84,1	86,3	88,9	91,7	94,9	98,6	102,9	107,9	113,9
	0.8	80,0	81,9	84,1	86,5	89,3	92,4	96,0	100,1	105,0
	0.9	76,2	77,9	79,8	81,9	84,3	86,9	90,0	93,4	97,4
	1.0	72,8	74,3	76,0	77,8	79,8	82,1	84,7	87,6	91,0
	1.1	69,8	71,1	72,5	74,1	75,9	77,8	80,0	82,5	85,3
	1.2	66,9	68,1	69,4	70,8	72,3	74,0	75,9	78,0	80,4
	1.3	64,3	65,4	66,5	67,7	69,1	70,5	72,2	74,0	76,1
	1.4	61,9	62,8	63,8	64,9	66,1	67,4	68,8	70,4	72,2
	1.5	59,7	60,5	61,4	62,4	63,4	64,6	65,8	67,2	68,8

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	109,6	104,2	99,4	97,1	94,9	92,9	90,9	87,2	83,8
	0.8	104,2	98,7	93,7	91,5	89,3	87,2	85,2	81,6	78,2
	0.9	99,4	93,7	88,7	86,5	84,3	82,2	80,3	76,6	73,3
	1.0	94,9	89,3	84,3	82,0	79,8	77,8	75,9	72,3	69,1
	1.1	90,9	85,2	80,3	78,0	75,9	73,9	72,0	68,4	65,3
	1.2	87,2	81,6	76,6	74,4	72,3	70,3	68,4	65,0	61,9
	1.3	83,8	78,2	73,3	71,1	69,1	67,1	65,3	61,9	58,9
	1.4	80,7	75,1	70,3	68,1	66,1	64,2	62,4	59,1	56,2
	1.5	77,8	72,3	67,5	65,4	63,4	61,6	59,8	56,6	53,8

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%	85,9	88,3	90,9	94,0	97,4	101,4	106,0	111,4	117,9
	3.5%	81,2	83,2	85,5	88,0	90,9	94,2	97,9	102,3	107,5
	4.0%	77,0	78,7	80,6	82,8	85,2	88,0	91,1	94,7	98,8
	4.5%	73,2	74,7	76,4	78,2	80,3	82,6	85,2	88,1	91,6
	5.0%	69,8	71,1	72,5	74,1	75,9	77,8	80,0	82,5	85,3
	5.5%	66,7	67,8	69,1	70,4	72,0	73,6	75,5	77,6	80,0
	6.0%	63,8	64,8	65,9	67,1	68,4	69,9	71,5	73,3	75,3
	6.5%	61,2	62,1	63,1	64,1	65,3	66,5	67,9	69,4	71,1
	7.0%	58,9	59,7	60,5	61,4	62,4	63,5	64,7	66,0	67,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

W analizie mnożnikowej wykorzystujemy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2017-2019 na poziomie 4,0x (poprzednio stosowaliśmy mnożnik 4,5x; obniżka akceptowalnego poziomu EV/EBITDA wynika z wejścia okres potencjalnie wysokich wyników i zaawansowania cyklu cenowego na światowym rynku węgla.) Na podstawie naszych prognoz wycena wskaźnikowa sugeruje zatem cenę jednej akcji równą 86,2,0 PLN.

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

	EV/EBITDA na 2017-2019 (równa waga lat)					
	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	56,5	66,4	76,3	86,2	96,1	106,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mediana EV/EBITDA podmiotów wydobywających węgiel kamienny na lata 2017-2019 wynosi ok 6,2x. Należy mieć jednak na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Dodatkowo podmioty różnią się sposobami wydobycia oraz mają różne zasoby (decydujące w długim terminie o wartości dla akcjonariuszy).

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

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

			P/E			EV/EBITDA		
	Cena	Waluta	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
JSW	90,02	PLN	5,1	5,9	8,5	2,8	2,9	3,5
EVRAZ	302,5	GBp	5,1	5,1	5,2	3,6	4,0	3,7
SOUTH32	3,22	AUD	16,3	18,5	18,9	7,0	7,0	6,8
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	17,97	USD	7,8	8,5	8,8	4,6	4,5	4,3
ARCH COAL	85,65	USD	8,7	12,6	18,2	4,2	4,5	4,7
CLOUD PEAK ENERGY	4,255	USD	---	---	---	5,6	6,3	6,9
WHITEHAVEN COAL	3,91	AUD	9,5	13,8	16,7	5,2	6,8	7,5
BHP BILLITON	27,17	AUD	17,6	20,4	19,5	7,2	7,6	7,2
RIO TINTO	69,2	AUD	13,4	15,9	17,1	6,9	7,7	7,8
YANZHOU COAL MINING	7,25	HKD	9,6	11,2	11,6	5,6	5,3	5,3
CHINA COAL ENERGY	3,35	HKD	17,6	20,0	18,8	6,7	6,9	6,6
COAL INDIA	264,85	INR	16,4	12,5	12,1	10,1	7,8	7,3
MECHEL	4,52	USD	1,3	6,3	10,5	4,2	6,6	4,8
Mediana	---	---	9,5x	12,5x	14,4x	5,6x	6,6x	6,6x
LW Bogdanka	66,5	PLN	11,1x	8,4x	7,2x	3,5x	3,0x	2,6x

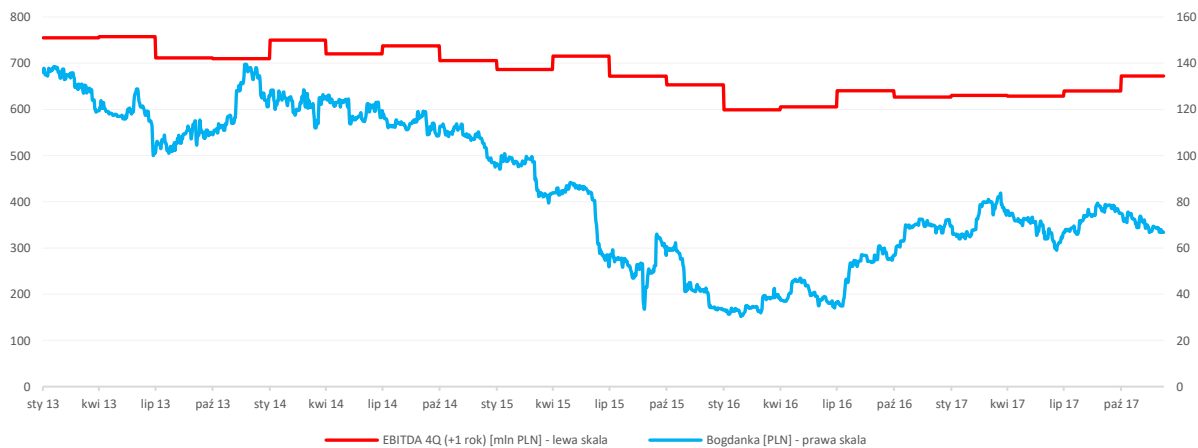
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs spółki na tle EBITDA (+1 rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'17

Rezultaty za 3Q'17 okazały się słabsze w relacji r/r. Przychody spółki były niższe o 13% r/r i tym samym EBITDA skonsolidowana spadła o 9,2% r/r do niespełna 134 mln PLN. Na poziomie netto spółka zaraportowała zysk w kwocie 31,6 mln PLN.

W tym okresie wolumen sprzedaży netto węgla był na poziomie 2,036 mln ton, czyli mniej o 13,7% w ujęciu r/r. Przypominamy, że w 1Q'17 i 2Q'17 spółka wykazała wzrost sprzedaży r/r odpowiednio na poziomie +9,4% i +3,6%. Zatem narastająco 1-3Q'17 sprzedaż węgla była niższa o 0,6% r/r. W okresie dziewięciu miesięcy br. szacowany udział LWB w krajowym rynku węgla dla energetyki zawodowej był na poziomie 25,5%.

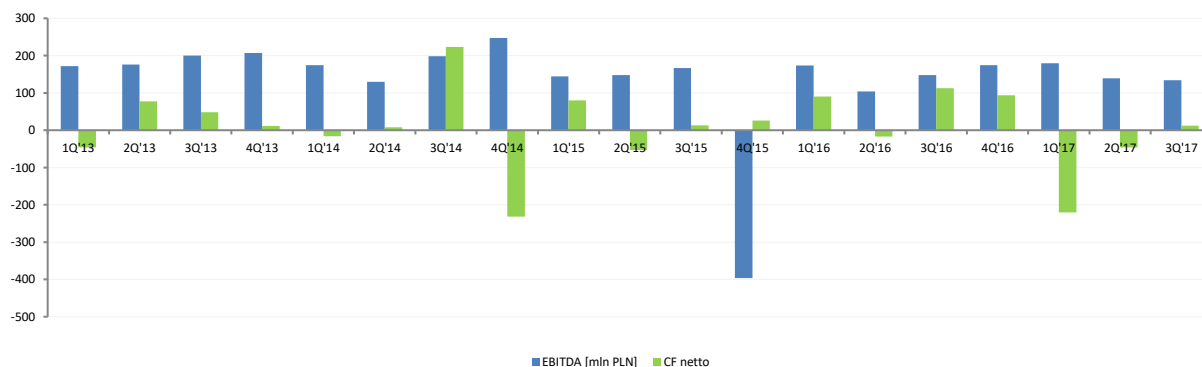
Wyniki skonsolidowane LW Bogdanka za 3Q'17

Rachunek wyników [mln PLN]	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	465,4	405,0	-13,0%	1 872,8	1 779,0	-5,0%
EBITDA	147,5	133,9	-9,2%	28,3	626,7	2112,0%
EBIT	58,1	44,4	-23,5%	-346,1	274,3	---
Saldo finansowe	-4,3	-3,9	---	-15,2	-16,7	---
Wynik netto	45,3	31,6	-30,3%	-292,1	205,1	---
CF operacyjny	194,7	150,9	---	690,6	556,4	-19,4%
CF netto	112,9	11,8	---	112,3	-59,6	---
Dług netto/EBITDA	0,3	0,1	---	0,3	0,1	---
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1,4	1,0	---	1,4	1,0	---
Struktura kosztów [mln PLN]	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Amortyzacja	87,4	87,4	0,0%	371,7	352,9	-5,1%
Zużycie mat i energii	101,0	136,9	35,6%	428,8	477,9	11,5%
Usługi obce	97,7	103,5	5,9%	443,6	462,8	4,3%
Świadczenia pracownicze	121,9	117,7	-3,5%	587,1	567,0	-3,4%
Koszty reprezentacji i reklamy	2,5	2,2	-10,4%	7,0	5,7	-19,1%
Podatki i opłaty	10,7	10,0	-6,4%	38,6	40,0	3,5%
Pozostałe koszty	4,5	4,5	-0,9%	15,4	20,6	33,8%
Koszty rodzajowe	425,6	462,1	8,6%	1 892,2	1 926,8	1,8%
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-44,6	-87,3	---	-187,5	-260,9	---
Rozliczenia międzyokresowe	29,2	16,8	-42,6%	10,2	-16,6	---
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-11,9	-12,3	---	-59,2	-66,8	---
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	4,1	-4,0	---	24,5	21,0	-14,4%
Całkowite koszty produkcji	402,3	375,2	-6,7%	2 202,1	1 489,1	-32,4%
Zmiana stanu produktów	-5,4	-18,3	---	9,1	6,3	-30,8%
Wartość sprzedanych tow i materiałów	2,8	3,5	24,1%	12,7	11,9	-6,5%
Koszt własny produkcji sprzedanej	399,8	360,4	-9,9%	2 223,9	1 507,3	-32,2%
Koszt sprzedanych produktów, tow i mat	363,5	329,4	-9,4%	2 078,7	1 375,2	-33,8%
Koszty sprzedaży	11,0	8,6	-21,2%	38,8	42,6	9,6%
Koszty administracyjne	25,4	22,3	-12,0%	106,2	89,8	-15,4%
Dane operacyjne	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Produkcja [mln ton]	2,4	2,2	-10,1%	9,2	9,1	-1,5%
Sprzedaż [mln ton]	2,4	2,0	-13,7%	9,3	9,1	-2,1%
Zapasy [mln ton]	0,2	0,1	-18,6%	0,2	0,1	-18,6%
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	197,0	199,1	1,1%			
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	129,3	137,0	5,9%			

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

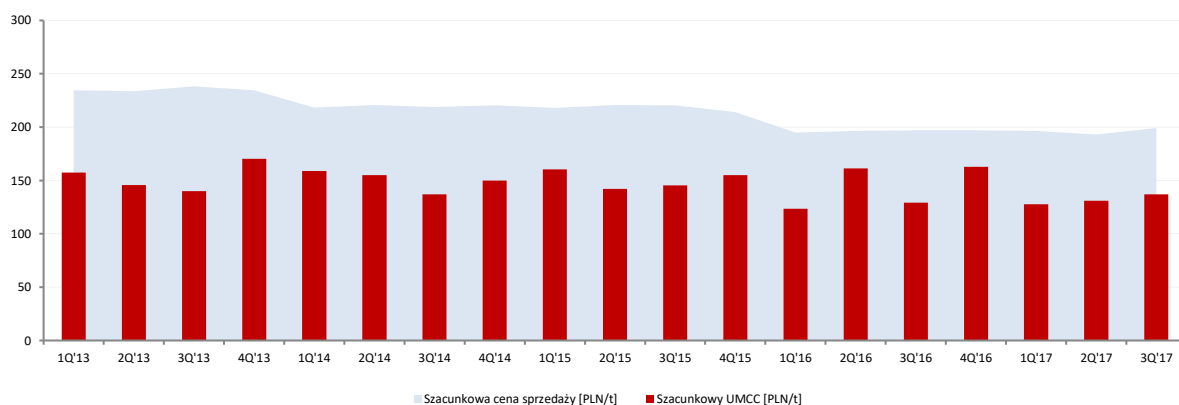
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



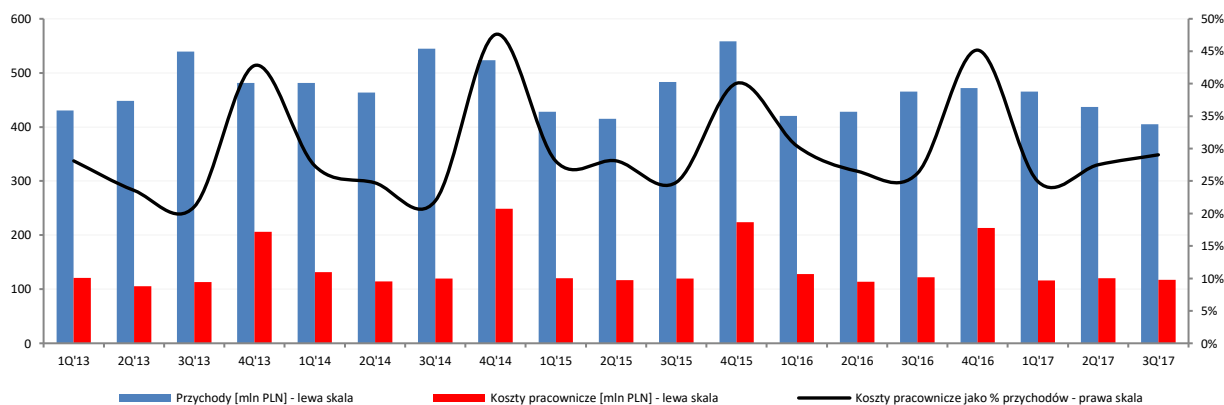
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnie ceny sprzedaży węgla oraz szacunkowy UMCC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



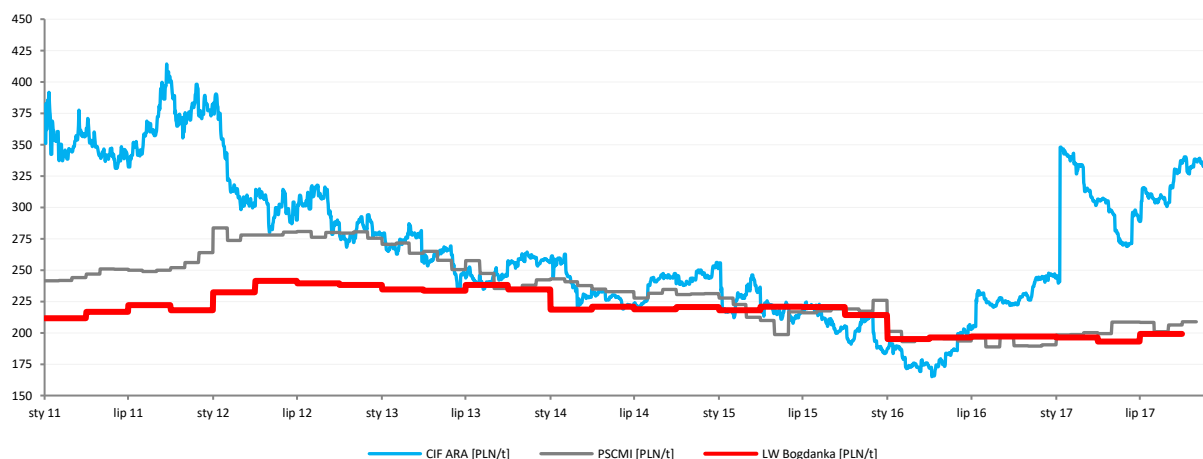
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY

Na rynkach światowych w końcówce 2017 roku ponownie widzimy wzrosty cen węgla energetycznego (w portach ARA jest to aktualnie ponad 330 PLN/t). Stany zapasów nie wykazują istotnych zmian (są znacząco niższe r/r), widzimy też rosnące ceny frachtu (szczególnie na rynkach azjatyckich). Jednocześnie cały czas szereg producentów wskazuje na wyższe plany wydobycia w najbliższych kwartałach (co sugeruje, że może dojść do spadku cen, choć takie scenariusze były już podnoszone kilka miesięcy temu).

W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już od kilku kwartałów ustabilizowana. Wdrażane programy optymalizujące koszty działania i poprawa koniunktury dla producentów węgla kamiennego na rynkach zagranicznych już wpłynęły na PGG. Obecnie czekamy na odważniejsze ruchy cenowe tego podmiotu w kontratacji na 2018 rok, co wpłynie na odczyty PSCMI1.

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



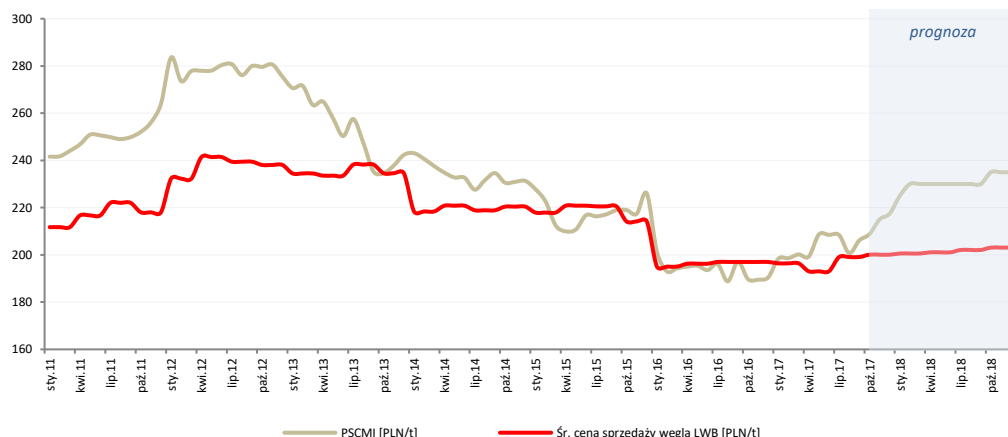
Źródło: DM Maklerski BDM S.A., Bloomberg, ARP, spółka

W okresie 1-3Q'17 produkcja węgla w LWB wyniosła 6,71 mln ton. W 4Q'17 liczymy, że LWB wydobędzie ok 2,33 mln ton węgla, zatem w skali całego 2017 roku łączny wolumen wydobycia przewidujemy na niespełna 9,05 mln ton. Zauważamy punktowy spadek uzysku w 3Q'17 i w 4Q'17 liczymy się już z poprawą tego odczytu. Przypominamy, że spółka w br. prowadzi intensywne prace przygotowawcze nowych frontów (pod Ostrów). W 1-3Q'17 liczba wydrążonych chodników wyniosła 22,3 km (w 1-3Q'16 było to ok 17,6 km). Cel na 2017 rok to ponad 30 km wyrobisk (w kolejnych latach także spodziewamy się ponad 30 km wyrobisk w okresach rocznych). W całym 2018 roku przewidujemy produkcję węgla na poziomie 9,25 mln ton, a w 2019 roku dalszy wzrost do niemal 9,34 mln ton. Założyliśmy średni uzysk w 2018 roku równy 66,4% a w 2019 roku 66,8%.

Cenniki spółki w 1Q'17 były pod lekkim wpływem sprzedaży eksportowej (warunki spotowe), a w samym 2Q'17 szacujemy, że były o 1,6% niższe r/r i o 1,7% q/q. Zauważona przez nas poprawa cen w 3Q'17 do ok 199 PLN/t w porównaniu z cenami z 2Q'17 związana może być z tym, że w 2Q'17 znacząco zwiększono wywóz do Enei (przed remontem trasy kolejowej). Dla LWB założyliśmy płaskie cenniki w 2018 roku. Spodziewamy się, że dopiero 2019 rok może pozwolić spółce na bardziej odczuwalną poprawę cenników. W modelu przyjęliśmy, że średnia cena LWB w 2018 wyniesie ok 201 PLN/t, a w 2019 roku prawie 211 PLN/t.

W chwili obecnej jesteśmy w ciekawej i dynamicznej sytuacji w zakresie kształtowania przyszłych cenników węgla w Polsce. Po wielu latach krajowi producenci węgla oferują znacząco niższe ceny aniżeli oferta zagraniczna. Ostatnie wzrosty w portach ARA oraz wyjątkowo niskie stany zapasów w kopalniach wg nas wskazują, że przyszłe ceny krajowego węgla będą na ścieżce wzrostu przynajmniej do 2019 roku. Zatem spodziewamy się, że zarówno PGG jak i JSW będą w stanie implementować wyższe ceny już na rok 2018, z kolei LWB poczeka na efekt wyższych cen do 2019 roku.

Założenia dla ścieżki indeksu PSCMI1 oraz cen uzyskiwanych przez LWB



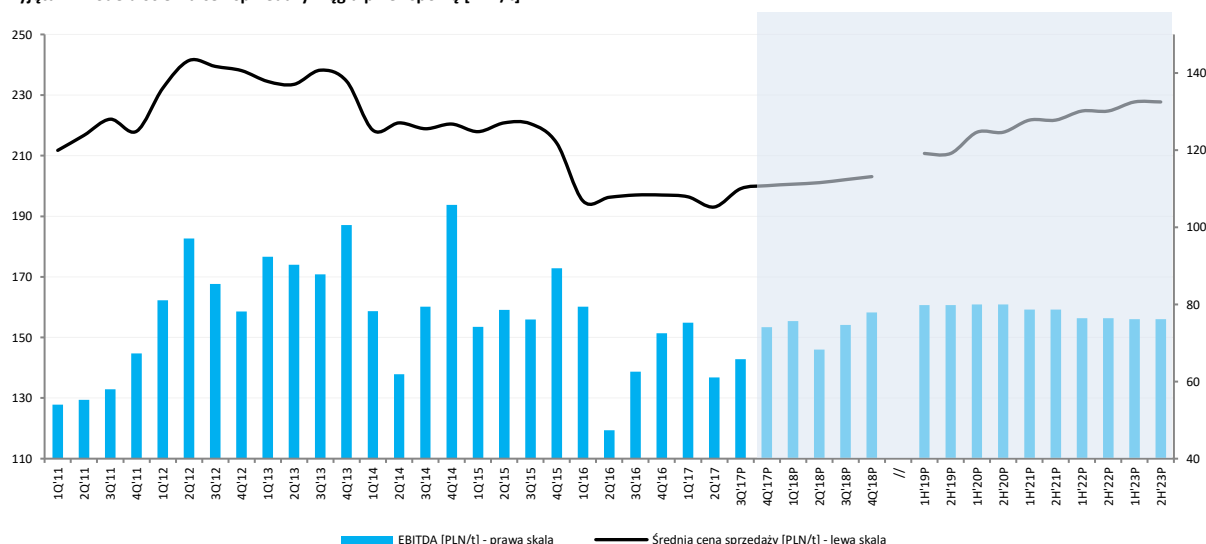
Zakładamy, że indeks PSCMI1 będzie wykazywać wzrost przynajmniej do 2019 roku. Odczyt za październik '17 to ponad 208 PLN/t. Spodziewamy się, że w 1Q'18 PSCMI1 przekroczy 230 PLN/t.

Dla LWB założyliśmy płaskie cenniki w 2018 roku. Spodziewamy się, że dopiero 2019 rok może pozwolić spółce na bardziej odczuwalną poprawę cenników. W modelu przyjęliśmy, że średnia cena LWB w 2018 wyniesie ok 201 PLN/t, a w 2019 roku prawie 211 PLN/t.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na rok 2018 zdecydowaliśmy się obniżyć założenia dla EBITDA z uwagi na niższe ceny węgla oraz wyższe koszty pracy. Zauważamy, że spółka intensyfikuje prace przygotowawcze do zagospodarowania złoża Ostrów. Wreszcie spodziewamy się, że w latach 2018-2020 będziemy obserwowali stopniowy wzrost produkcji (władze spółki zadeklarowały zatrudnienie ok 300 pracowników w 2018 roku).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podsumowując, aktualnie przyjęta projekcja wskazująca, że średnioroczna EBITDA w spółce w latach 2018-2020 wyniesie 719 mln PLN (poprzednio było 750 mln PLN). Na obecnym etapie staramy się jednak uwzględnić, ryzyko decyzji właścicielskich dotyczących polityki zakupowej węgla z LWB także po 2018 roku oraz presję na wyższe koszty pracy w latach 2018-2020 wraz ze stopniowym postępowaniem realizacji planowanych inwestycji.

W modelu założyliśmy, że spółka w 2018 roku wypłaci dywidendę z zysku za 2017 rok w kwocie 2,0 PLN/akcję. Władze Bogdanki akcentują, że spółka ma na bilansie zadłużenie z tyt. obligacji oraz muszą zgromadzić środki na przyszłe planowane inwestycje. W strategii spółki znajduje się zapis o chęci dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (jeśli będzie na to pozwalała kondycja płynnościowa) na poziomie do 50% jednostkowego zysku netto.

Szczegółowe założenia do modelu

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rachunek wyników																
Przychody	465,2	436,9	405,0	473,4	468,3	439,8	447,0	494,1	2 013,6	1 885,4	1 786,3	1 780,5	1 849,2	1 953,4	2 030,1	2 074,3
EBITDA	179,8	138,9	133,9	167,7	178,2	140,0	161,9	196,0	750,0	61,5	599,2	620,3	676,2	732,1	748,5	738,7
EBIT	89,7	57,7	44,4	77,2	97,3	58,6	80,3	104,4	362,3	-326,2	237,0	269,1	340,5	389,9	400,9	382,7
Saldo finansowe	-4,9	-3,3	-3,9	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9	-1,1	-16,5	-16,8	-13,4	-14,7	-5,2	-1,2	1,8	4,2
Wynik netto	67,9	43,9	31,6	60,4	77,2	46,5	64,3	83,7	272,8	-279,8	181,5	203,8	271,6	314,8	326,2	313,4
Struktura kosztów	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amortyzacja	88,0	79,0	87,4	90,6	81,0	81,5	81,6	91,6	387,6	387,7	362,2	344,9	335,7	342,3	347,6	356,0
Zużycie mat i energii	112,7	104,5	136,9	148,3	137,9	129,5	126,0	143,3	466,9	407,0	435,8	502,5	536,6	548,8	559,5	567,6
Usługi obce	101,1	97,1	103,5	162,3	105,5	103,4	95,4	153,5	503,8	419,7	448,7	464,1	457,8	468,2	472,6	474,7
Świadczenia pracownicze	116,0	120,2	117,7	218,3	123,6	125,9	128,3	246,1	614,9	580,6	576,6	572,1	623,9	673,6	697,5	721,3
Koszty reprezentacji i reklamy	2,2	0,8	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	7,7	6,5	6,5	7,3	8,0	8,0	8,0	8,0
Podatki i opłaty	11,3	7,9	10,0	10,7	11,4	7,9	10,0	10,7	37,7	36,6	39,4	40,0	40,0	40,0	40,1	40,1
Pozostałe koszty	0,8	0,6	4,5	2,0	1,0	2,0	2,0	3,0	21,1	21,7	28,7	7,8	8,0	15,0	15,0	15,0
Koszty rodzajowe	432,1	410,1	462,1	634,3	462,3	452,1	445,2	650,2	2 039,9	1 859,9	1 897,7	1 938,6	2 009,9	2 095,9	2 140,3	2 182,8
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn	-58,2	-60,0	-87,3	-73,6	-77,4	-72,0	-74,2	-77,3	-237,2	-185,0	-196,0	-279,2	-300,9	-307,0	-310,0	-294,5
Rozliczenia mo	14,0	24,3	16,8	-55,0	8,4	24,3	20,9	-56,4	-2,8	-8,8	-11,7	0,1	-2,7	-5,0	-5,0	-5,0
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-20,4	-12,6	-12,3	-18,5	-16,3	-14,2	-14,9	-16,7	-92,5	-58,8	-70,5	-63,8	-62,1	-64,6	-66,7	-68,2
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	11,7	-3,9	-4,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	5,0	16,2	46,4	23,5	1,7	5,0	-30,0	-10,0	-12,0
Całkowite koszty produkcji	379,2	357,9	375,2	360,2	377,0	390,3	377,1	379,8	1 621,6	2 175,7	1 528,6	1 472,5	1 524,1	1 564,3	1 623,6	1 678,1
Koszt własny produkcji sprzedanej	378,9	380,7	360,4	396,2	371,0	381,2	366,8	389,6	1 634,0	2 207,3	1 555,5	1 516,2	1 508,6	1 563,5	1 629,2	1 691,6
Dane operacyjne	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Produkcja [mln ton]	2,42	2,14	2,15	2,33	2,35	2,21	2,26	2,43	9,19	8,46	9,04	9,04	9,25	9,35	9,40	9,44
Sprzedaż [mln ton]	2,39	2,27	2,04	2,40	2,36	2,20	2,23	2,46	9,16	8,56	9,14	9,10	9,24	9,35	9,41	9,45
Zapasy [mln ton]	0,16	0,02	0,14	0,07	0,07	0,08	0,12	0,09	0,31	0,23	0,13	0,07	0,09	0,09	0,08	0,07
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	196	193	199	200	201	201	202	203	220	218	196	197	202	211	218	222
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia (UMCC) [PLN/t]	128	131	137	153	135	141	133	154	150	151	143	137	141	143	148	153

* spółka w 4Q'17 rozpozna jednorazowy dodatni wynik w wysokości 110 mln PLN, jako efekt porozumienia w sprawie wypłaty deputatów węglowych, czego nie ujmujemy w założeniach (opublikowano już raport bieżący)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w porównaniu do raportu analitycznego z września'17

	2017P stara	2017P nowa	zmiana	2018P stara	2018P nowa	zmiana	2019P stara	2019P nowa	zmiana
Przychody	1772	1781	0,5%	1841	1849	0,4%	1914	1953	2,1%
EBITDA	641,5	620,3	-3,3%	739,1	676,2	-8,5%	761,1	732,1	-3,8%
Wynik netto	231,9	203,8	-12,1%	326,1	271,6	-16,7%	343,8	314,8	-8,4%
Produkcja [mln ton]	9,15	9,04	-1,2%	9,26	9,25	-0,1%	9,4	9,35	-0,6%
Sprzedaż [mln ton]	9,22	9,10	-1,3%	9,21	9,24	0,3%	9,35	9,35	0,0%
Zapasy [mln ton]	0,05	0,07	48%	0,1	0,09	-8%	0,15	0,09	-40%
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	195	197	1,1%	203	202	-0,6%	208	211	1,3%
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia [PLN/t]	134	137	2,4%	139	141	1,4%	138	143	3,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PORÓWNIANIE ZAŁOŻEŃ MODELU BDM Z PARAMETRAMI STRATEGII SPÓŁKI

Nasze długoterminowe założenia dla rentowności działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki to 714,9 mln PLN.

Łączny Capex spółki w latach 2016-2025 w strategii wynosi 4 mld PLN. Nasz model także zakłada poziom inwestycji w tym okresie na poziomie ok 4,14 mld PLN (najwyższy poziom wydatków może być związany z budową infrastruktury szybu dla pola Ostrów w okolicy 2024/2025 roku).

Porównanie założeń długoterminowych zawartych w strategii spółki z przyjętym modelem BDM

	Wskaźniki ze strategii spółki	BDM model
EBITDA w 2025 roku [mln PLN]	976,3	718,6
ROE w 2025 roku	10,9%	6,9%
ROA w 2025 roku	8,5%	5,3%
Capex w latach 2016-2025 [mln PLN]	4 006	4 136
Średnioroczna produkcja 2017-2020 [mln ton]	9,00	9,26
Średnioroczna produkcja 2021-2025 [mln ton]	9,30	9,48

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

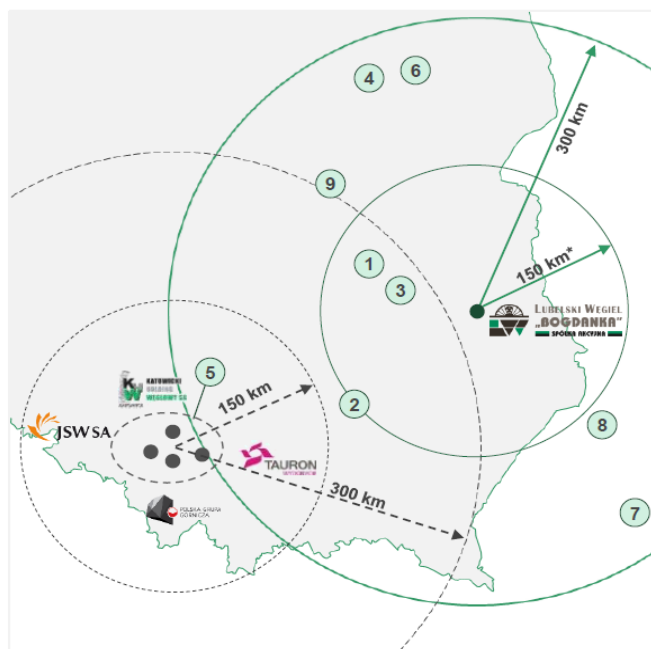
WYBRANE PUNKTY/TEZY ZE STRATEGII SPÓŁKI:

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

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

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

Zakłady zużywające miaty węglowe



Zakłady w promieniu 150 km od LWB:

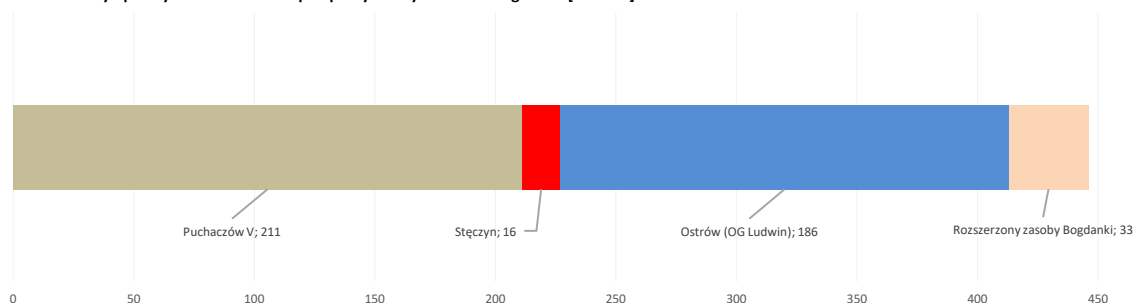
- Elektrownia Kozienice
- Elektrownia Połaniec
- ZA Puławy

Zakłady w promieniu 300 km od LWB:

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

Źródło: grafika z prezentacji spółki

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



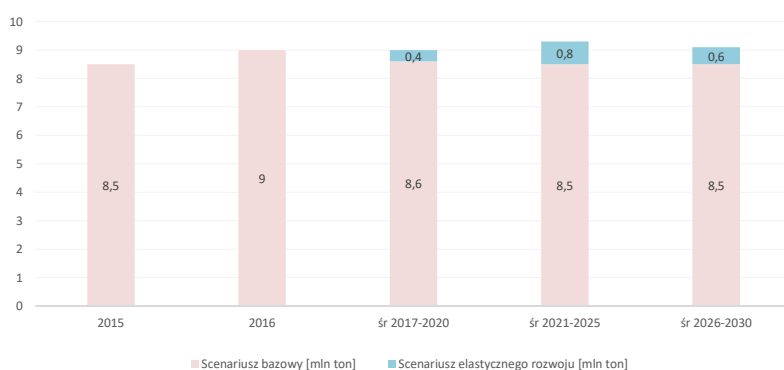
Źródło: dane na podstawie prezentacji spółki

Władze LWB w nowej strategii przedstawiły dwa scenariusze rozwoju:

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

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

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



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

Źródło: dane na podstawie prezentacji spółki

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

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

KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO

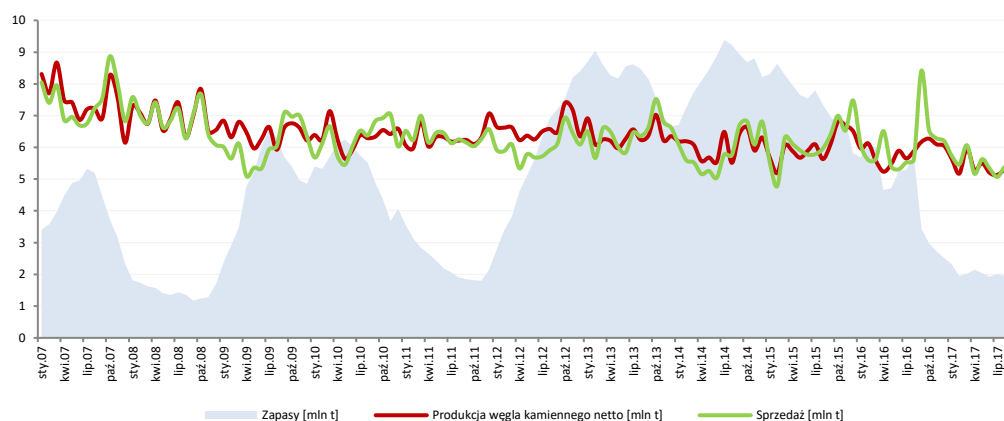
W 2016 roku wydobycie węgla kamiennego w Polsce ogółem wyniosło ok 70,5 mln ton (spadek o 1,8 mln ton względem 2015 roku). W okresie styczeń-wrzesień'17 krajowe wydobycie to ok 48,9 mln ton, czyli o ponad 3 mln ton mniej niż w styczeń-wrzesień'16. Zwracamy uwagę na niskie raportowane zapasy w kopalniach (wcześniej efekt m.in. zakupu węgla przez Agencję Rezerw Materiałowych). Z danych ARP wynika, że na koniec lipca'17 zapasy wyniosły 2,2 mln ton (przed okresem zimowym).

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

	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
2012	2,8	3,4	3,8	4,6	5,1	5,6	6,3	6,9	7,2	7,5	8,2	8,4
2013	8,7	9,1	8,6	8,3	8,2	8,6	8,6	8,5	8,1	7,6	7,0	6,7
2014	6,7	7,2	7,7	8,1	8,5	8,9	9,4	9,2	8,9	8,7	8,8	8,2
2015	8,3	8,6	8,3	8,0	7,6	7,5	7,8	7,3	7,0	6,7	6,8	5,8
2016	5,7	6,1	6,0	4,7	4,7	5,2	5,3	5,7	3,4	3,0	2,7	2,5
2017	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,2			

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

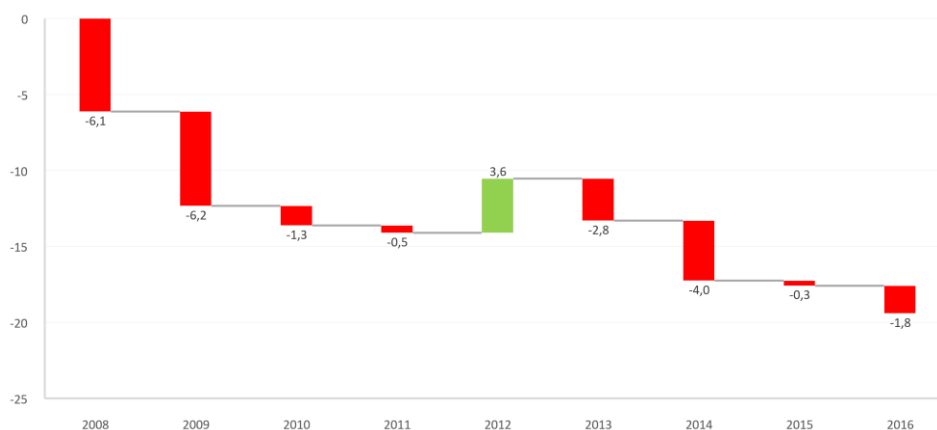
Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]



W 2015 i 2016 roku nastąpił wyraźny spadek raportowanych zapasów węgla kamiennego w krajowych kopalniach. Na koniec grudnia'16 stan zapasów wynosił tylko 2,5 mln ton. Na koniec września'17 zapasy spadły do 2,2 mln ton.

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

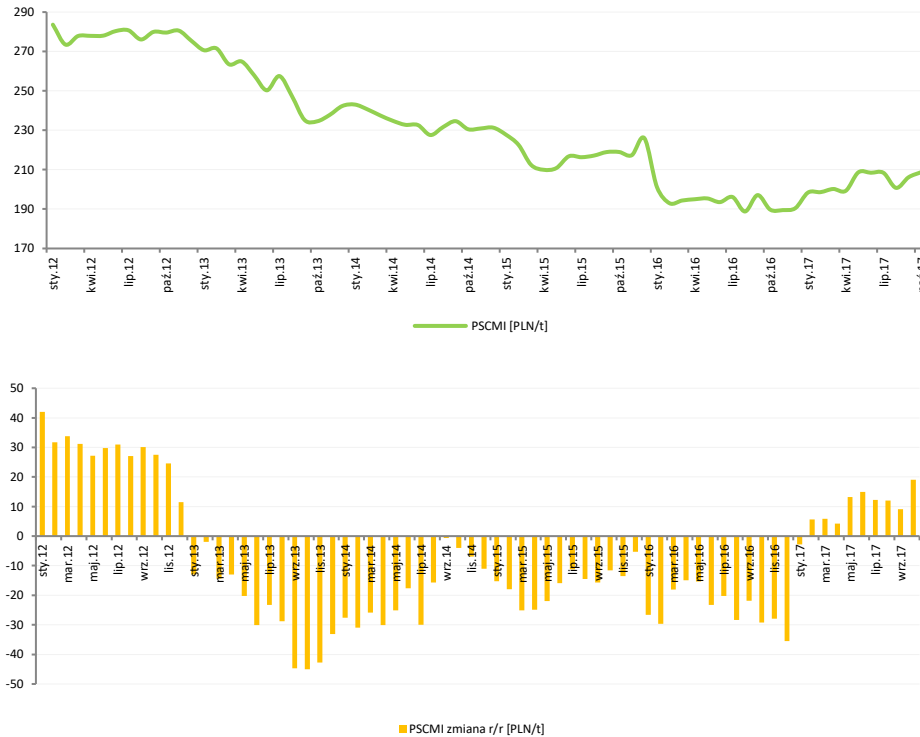
Postępujący spadek wydobycia węgla kamiennego w Polsce [zmiany w ujęciu rocznym w mln ton]



W Polsce od lat trwa spadek wydobycia węgla kamiennego. W ostatnich latach w bilansie wydobycia wyjątkowy był rok 2012 (wtedy m.in. w Bogdanie nastąpił wzrost produkcji z 5,8 mln ton w 2011 roku do prawie 7,8 mln ton w 2012 roku i ponad 8,3 mln ton w 2013 roku). Ogółem w Polsce wydobycie węgla kamiennego w latach 2007-2016 spadło o niemal 19,5 mln ton. W okresie styczeń-wrzesień'17 krajowe wydobycie to ok 48,9 mln ton, czyli o ponad 3 mln ton mniej niż w styczeń-wrzesień'16.

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

Indeks cen miałow energetycznych dla energetyki zawodowej i przemysłowej



Indeks PSCMI wskazuje, że średnia ważona cena miałow w 3Q'17 była na poziomie 205,11 PLN/t (podobnie było w 2Q'17).

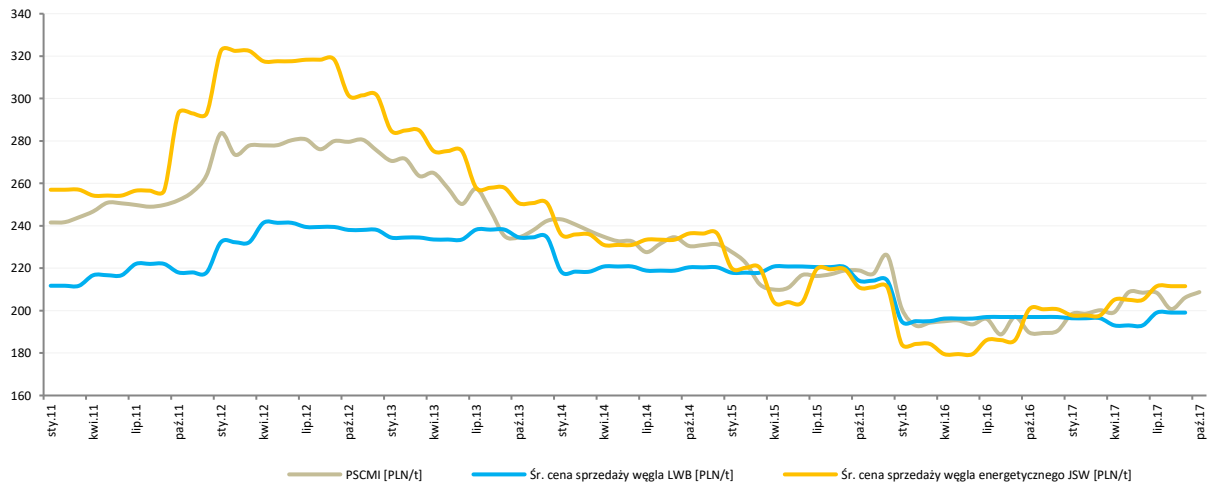
Odczyt PSCMI1 za październik'17 wskazuje na ceny w okolicy 208,8 PLN/t (9,45 PLN/GJ)

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

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

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

Indeks PSCMI1 na tle średnich cen sprzedaży węgla energetycznego przez LWB JSW (szacunki BDM)

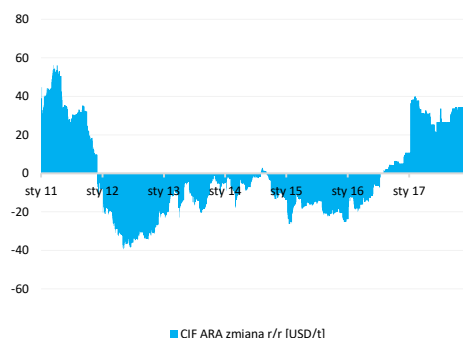
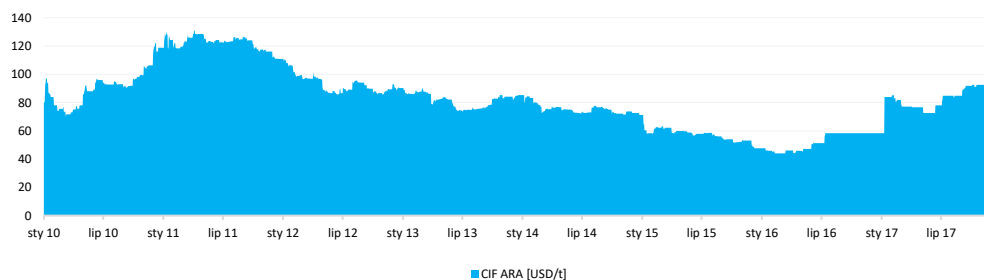


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i TGE, JSW, spółka

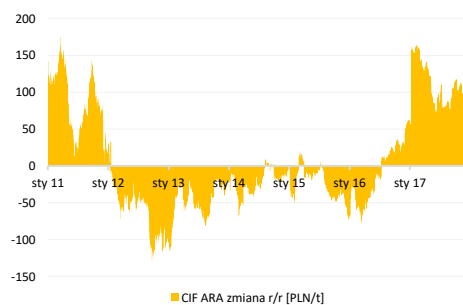
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE

Miniony 2016 rok przyniósł silne odbicie cen węgla energetycznego na rynkach światowych. Jeszcze w styczniu '16 średnie ceny z portów ARA oscylowały w okolicy 175 PLN/t (chwilowe zejście nawet w pobliże 43 USD/t). W kolejnych miesiącach nastąpiła szybka odbudowa cenników i w końcu 2016 roku ceny w ARA wynosiły już ponad 375 PLN/t (nawet ponad 90 USD/t). Początek 2017 roku to kolejne wzrosty cen węgla energetycznego. Szacujemy, że średnia cena w ARA w 1Q'17 mogła wynieść ok 80 USD/t, z kolei w 2Q'17 po płytkiej korekcie średnia cena to ok 75 USD/t. Ostatnie ponowne ożywienie doprowadziło ceny węgla energetycznego do poziomu ponad 90 USD (śr. odczyt za listopad '17 to ok 92,5 USD/t). Początek grudnia '17 wskazuje, że w portach ARA cena wynosi ponad 92 USD, czyli ok 330 PLN/t, z kolei PSCMI1 za październik '17 to 208,75 PLN/t (PSCMI2 wzrósł z kolei do ponad 253 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	2025
Przychody	1 835,8	1 899,8	2 013,6	1 885,4	1 786,3	1 780,5	1 849,2	1 953,4	2 030,1	2 074,3	2 108,9	2 140,1	2 167,1	2 194,2
EBITDA	690,0	754,9	750,0	61,5	599,2	620,3	676,2	732,1	748,5	738,7	720,6	719,9	717,3	714,9
EBIT	389,2	424,8	362,3	-326,2	237,0	269,1	340,5	389,9	400,9	382,7	354,0	343,1	332,0	321,3
Saldo finansowe	-7,1	-11,1	-16,5	-16,8	-13,4	-14,7	-5,2	-1,2	1,8	4,2	6,3	8,2	10,0	11,4
Wynik przed opodatkowaniem	382,1	413,7	345,9	-343,0	223,6	254,4	335,3	388,7	402,7	386,9	360,3	351,4	342,0	332,7
Wynik netto	309,0	329,7	272,4	-279,6	182,0	204,1	271,6	314,8	326,2	313,4	291,9	284,6	277,0	269,5
przypadający na akcjonariuszy dom.	308,6	329,4	272,8	-279,8	181,5	203,8	271,6	314,8	326,2	313,4	291,9	284,6	277,0	269,5
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	3 063,7	3 274,0	3 730,2	3 003,1	2 929,8	2 937,0	2 994,7	3 056,8	3 145,7	3 235,7	3 322,5	3 395,1	3 464,8	3 532,1
RZAT	2 969,8	3 169,7	3 613,2	2 889,5	2 760,2	2 770,9	2 828,6	2 890,7	2 979,6	3 069,5	3 156,4	3 229,0	3 298,7	3 366,0
WNIP	23,1	23,1	24,3	19,0	47,5	46,4	46,4	46,4	46,4	46,4	46,4	46,4	46,4	46,4
Aktywa z tyt. odroczonego podatku	1,9	1,8	2,4	2,4	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Należności handlowe	0,8	1,4	1,5	1,3	5,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Środki pieniężne (fundusz likwidacyjny)	68,0	77,9	88,8	90,9	111,2	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6
Aktywa obrotowe	421,5	570,1	634,3	641,0	870,5	728,4	810,3	985,1	1 124,8	1 241,4	1 342,4	1 442,8	1 526,4	1 594,6
Zapasy	55,4	111,5	132,5	103,1	71,6	48,9	53,2	54,1	48,4	44,9	44,2	44,8	46,7	50,0
Należności handlowe	238,6	244,7	300,6	240,2	244,1	263,4	273,6	289,0	300,3	306,9	312,0	316,6	320,6	324,6
Nadpłacony podatek	7,0	1,9	5,7	32,0	9,4	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Środki pieniężne	120,6	212,0	195,5	262,0	541,1	414,4	481,8	640,4	774,4	887,9	984,5	1 079,7	1 157,4	1 218,3
Aktywa Razem	3 485,2	3 844,1	4 364,4	3 644,0	3 800,3	3 665,4	3 805,0	4 041,9	4 270,5	4 477,0	4 664,9	4 837,9	4 991,2	5 126,7
Kapitały własne	2 296,4	2 455,5	2 523,8	2 122,6	2 292,4	2 434,9	2 638,2	2 858,0	3 074,0	3 273,2	3 455,4	3 623,3	3 772,2	3 903,2
Zobowiązania dl term	773,1	579,6	1 171,3	1 117,3	760,1	593,5	518,5	518,5	518,5	518,5	518,5	518,5	518,5	518,5
Kredyty, obligacje	421,0	200,0	713,2	718,3	320,0	92,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Zobowiązania podatkowe	75,1	99,8	114,2	37,8	56,1	69,0	69,0	69,0	69,0	69,0	69,0	69,0	69,0	69,0
Rezerwy z tyt pracowniczych	152,1	160,5	186,2	201,8	209,7	262,8	262,8	262,8	262,8	262,8	262,8	262,8	262,8	262,8
Rezerwy pozostałe	89,9	85,3	123,6	130,2	117,4	117,0	117,0	117,0	117,0	117,0	117,0	117,0	117,0	117,0
Zobowiązania kr term	35,1	34,1	34,0	29,2	56,9	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9
Kredyty, obligacje	415,7	809,0	669,3	404,1	747,8	637,0	648,3	665,4	678,0	685,3	691,0	696,1	700,6	705,0
Rezerwy z tyt pracowniczych	20,0	426,2	100,8	3,1	303,4	230,2	230,2	230,2	230,2	230,2	230,2	230,2	230,2	230,2
Zobowiązania podatkowe	40,6	39,6	40,5	49,7	57,3	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
Zobowiązania handlowe	309,1	277,3	453,2	269,3	315,7	292,7	304,0	321,1	333,7	341,0	346,7	351,8	356,2	360,7
Razem zobowiązania	1 188,8	1 388,6	1 840,6	1 521,4	1 507,9	1 230,5	1 166,8	1 183,9	1 196,5	1 203,8	1 209,5	1 214,6	1 219,1	1 223,5
Pasywa razem	3 485,2	3 844,1	4 364,4	3 644,0	3 800,3	3 665,4	3 805,0	4 041,9	4 270,5	4 477,0	4 664,9	4 837,9	4 991,2	5 126,7
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CF operacyjny	661,7	726,0	712,9	729,6	675,8	595,0	604,0	658,0	680,7	673,7	659,7	661,3	660,9	660,2
CF inwestycyjny	-604,7	-639,2	-716,9	-440,7	-285,4	-380,8	-393,3	-404,4	-436,5	-446,0	-453,4	-449,4	-455,1	-460,8
CF finansowy	-39,3	4,6	-12,5	-222,3	-111,4	-340,9	-143,3	-95,1	-110,2	-114,2	-109,7	-116,7	-128,1	-138,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	17,7	91,5	-16,5	66,6	279,1	-126,7	67,4	158,6	134,0	113,5	96,6	95,2	77,7	60,9
Środki pieniężne sop	102,8	120,6	212,0	195,5	262,0	541,1	414,4	481,8	640,4	774,4	887,9	984,5	1 079,7	1 157,4
Środki pieniężne eop	120,6	212,0	195,5	262,0	541,1	414,4	481,8	640,4	774,4	887,9	984,5	1 079,7	1 157,4	1 218,3

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena akcji [PLN]	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5	66,5
Liczba akcji [mln szt.]	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	34,14
Kapitalizacja [mln PLN]	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270	2 270
P/E	7,4x	6,9x	8,3x	-8,1x	12,5x	11,1x	8,4x	7,2x	7,0x	7,2x	7,8x	8,0x	8,2x	8,4x
EV/EBITDA	3,8x	3,6x	3,9x	44,4x	3,9x	3,5x	3,0x	2,6x	2,3x	2,2x	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x
EV/EBIT	6,7x	6,3x	8,0x	-8,4x	9,9x	8,1x	6,0x	4,8x	4,3x	4,3x	4,3x	4,2x	4,1x	4,0x
P/BV	1,0x	0,9x	0,9x	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x
EV [mln PLN]	2 591	2 685	2 889	2 730	2 353	2 179	2 036	1 878	1 744	1 630	1 534	1 439	1 361	1 300
Dług netto [mln PLN]	320	414	619	459	82	-92	-234	-393	-527	-640	-737	-832	-910	-970
Dług %	441	626	814	721	623	323	248	248	248	248	248	248	248	248
Środki pieniężne	121	212	195	262	541	414	482	640	774	888	985	1 080	1 157	1 218
Zobowiązania pracownicze	193	200	227	252	267	299	299	299	299	299	299	299	299	299
Dług netto/EBITDA	0,5x	0,5x	0,8x	0,7x	0,1x	-0,1x	-0,3x	-0,5x	-0,7x	-0,9x	-1,0x	-1,2x	-1,3x	-1,4x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	0,9x	1,1x	1,4x	1,4x	1,5x	1,0x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
DPS [PLN]	4,0	5,0	5,8	3,5	0,0	1,0	2,0	2,8	3,2	3,3	3,2	3,4	3,8	4,1
Div yield	6%	8%	9%	5%	0%	2%	3%	4%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
Dane operacyjne	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Produkcja [mln ton]	7,78	8,35	9,19	8,46	9,04	9,04	9,25	9,35	9,40	9,44	9,48	9,50	9,50	9,50
Sprzedaż [mln ton]	7,80	8,15	9,16	8,56	9,14	9,10	9,24	9,35	9,41	9,45	9,48	9,50	9,49	9,49
Zapasy [mln ton]	0,02	0,22	0,31	0,23	0,13	0,07	0,09	0,09	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	237	235	220	218	196	197	202	211	218	222	225	228	231	234
Szacunkowy UMCC [PLN/t]	160	153	150	151	143	137	141	143	148	153	158	162	165	168

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/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado

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

Krzysztof 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, handel

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	81,05	kupuj	99,20	11.12.2017	15:15	66,5	62 000
kupuj	99,20	kupuj	89,49	14.09.2017	13:04	78,50	64 777
kupuj	89,49	kupuj	39,8	15.02.2017	10:48	74,5	57800
kupuj	39,8	kupuj	42,36	05.01.2016	32,55	32,55	45 357
kupuj	42,36	(wznowienie)	---	28.08.2015	37,8	37,8	50 037
redukuj	103,90	trzymaj	115,50	13.05.2013	116,00	116,00	44 895
trzymaj	115,50	akumuluj	121,50	07.09.2012	121,00	121,00	40 152
akumuluj	121,50	trzymaj	112,10	12.01.2011	109,00	109,00	38 033
trzymaj	112,10	akumuluj	105,90	03.11.2011	113,00	113,00	41 068
akumuluj	105,90	akumuluj	124,60	05.08.2011	93,00	93,00	43 695
akumuluj	124,60	akumuluj	140,30	26.05.2011	113,30	113,30	49 243
akumuluj	140,30	akumuluj	119,20	11.04.2011	126,00	126,00	49 870
akumuluj	119,20	akumuluj	88,50	17.11.2010	106,50	106,50	46 456
akumuluj	88,50	akumuluj	-	13.09.2010	82,20	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 4Q'17

Kupuj	8	44%
Akumuluj	4	22%
Trzymaj	4	22%
Redukuj	2	11%
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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.12.2017 roku (15:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.12.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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 11.12.2017 roku:

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