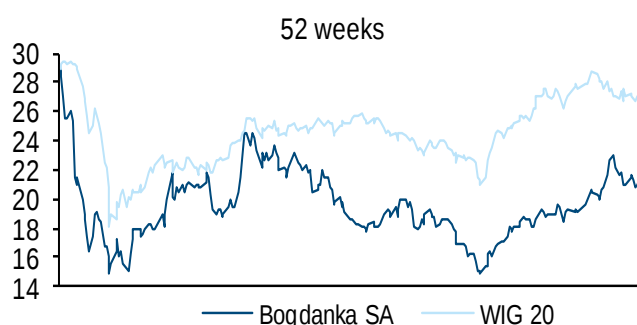


Bogdanka

Kupuj

PLN mn	2019	2020e	2021e	2022e
Przychody	2 157.9	1 822.1	2 092.0	2 108.0
EBITDA	767.8	459.9	607.3	613.0
EBIT	375.2	95.2	214.1	203.1
Zysk netto dla jedn. dominującej	308.6	72.9	173.4	164.5
Zysk na akcję (PLN)	9.08	2.15	5.10	4.84
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	20.63	12.87	16.66	16.89
Wartość księgowa na akcję (PLN)	94.92	97.02	102.11	106.95
Dywidenda na akcję (PLN)	0.75	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	0.6	1.2	1.2	1.1
P/E (x)	2.3	5.1	5.4	5.7
P/CE (x)	1	1.1	1.5	1.5
Stopa dywidendy	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%



Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	26.2	Reuters	LWBP.WA	Akcje w wolnym obrocie	34.0%
Liczba akcji (mn)	34.0	Bloomberg	LWB.PW	Główni akcjonariusze:	Enea (66%)
Wartość rynkowa (PLN mn)	889	Dzień dywidendy	09.07.2019		
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	564	Cena docelowa	32.6	Strona internetowa:	www.lw.com.pl

Analitik:

Tomasz Duda
+48 22 330 6253
tomasz.duda@erstegroup.com

Perspektywa mocnych wyników w latach 2021-22e ułatwi transformację poza węgiel po roku 2025

Popyt na węgiel kamienny z energetyki wzrośnie o 10.5% rdr do 35mn ton w roku 2021 według naszych prognoz (vs. nasze poprzednie oczekiwania w przedziale 7-12%) i powinien pozostać na wysokim poziomie 34.5mn ton w roku 2022. Mocny popyt już spowodował spadek zapasów węgla w Polsce do najniższego poziomu od 1Q19, co wraz z wysokimi cenami ARA (polski węgiel jest już 25% tańszy niż zagraniczny), powinno skutkować znaczącym wzrostem siły przetargowej kopalń. To skłania nas do prognozowania 3% wzrostu rdr ceny polskiego węgla w roku 2022. Nasze prognozy opierają się na oczekiwanym utrzymaniu się wysokich zagranicznych cen gazu i węgla, co skutkuje najniższych spreadem pomiędzy polskimi i niemieckimi cenami energii od 1Q'19, co skutkuje spadkiem importu energii do Polski o 41% rdr w 5M21.

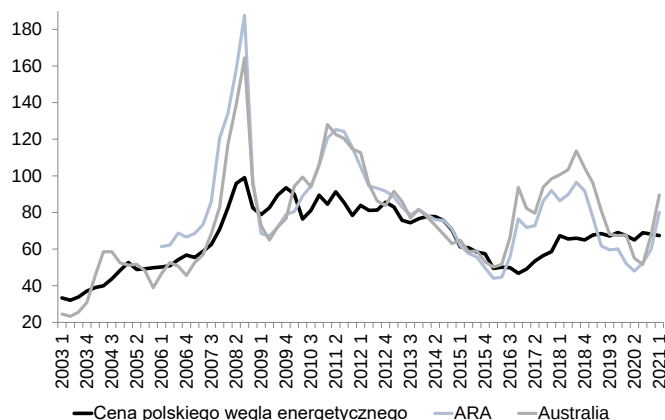
Perspektywa mocnego popytu na węgiel w latach 2021-22, wraz z mocnymi wynikami za 1Q21, skłaniają nas do podwyższenia naszych prognoz EPS na lata 2021/22 o odpowiednio 64% i 85%. Oczekiwana poprawa wolumenów (=>9mn ton w 2021-23) i cen (wyższe o 3% rdr w 2022) są głównymi powodami wyższych prognoz. Te mocne prognozy na lata 2021-22 powinny ułatwić LW Bogdancę transformację w kierunku węgla koksowego i poza węgiel podczas obecnej fazy wysokich inwestycji do roku 2025, podczas gdy kolejny okres 2026-30 to już okres 24% niższych inwestycji na średniorocznym poziomie PLN 405mn.

Te uwarunkowania skłaniają nas do utrzymania rekomendacji **Kupuj** i do podwyższenia ceny docelowej do poziomu PLN 32.6.

Wysokie ceny gazu i węgla wspierają bardziej długoterminową perspektywę zysków polskich kopalń

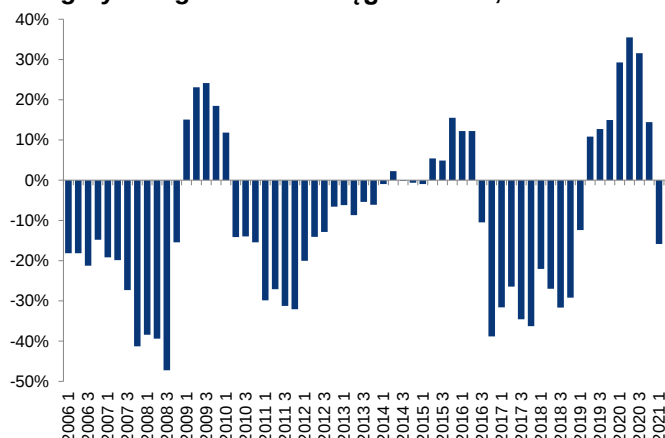
Międzynarodowe ceny węgla energetycznego w ARA urosły o 44% od początku roku do ponad USD 90/t, dzięki wysokiemu popytowi związanemu z niskimi zapasami gazu, które wpływają na ceny gazu i które zmieniają kolejność paliw na krzywej podaży energii elektrycznej. Jednocześnie, polskie ceny węgla energetycznego spadły o 3.8% rdr, skutkując 25% dyskontem cen polskiego węgla energetycznego do cen węgla zagranicznych. Taka skala dyskonta powoduje, że potencjał dalszego spadku cen węgla w Polsce jest ograniczony, a jednocześnie perspektywa poprawy eksportu polskiego węgla znacząco się poprawia (eksport wzrósł o 100% rdr w 1Q'21).

Cena polskiego węgla energetycznego vs. cena węgla ARA, 2006-21



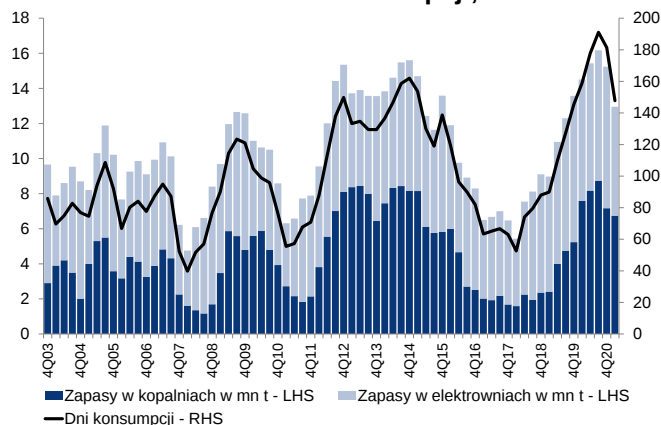
Źródło: Bloomberg, Erste Securities Polska

Dyskonto/premia ceny polskiego węgla energetycznego vs. cena węgla w ARA, 2006-21



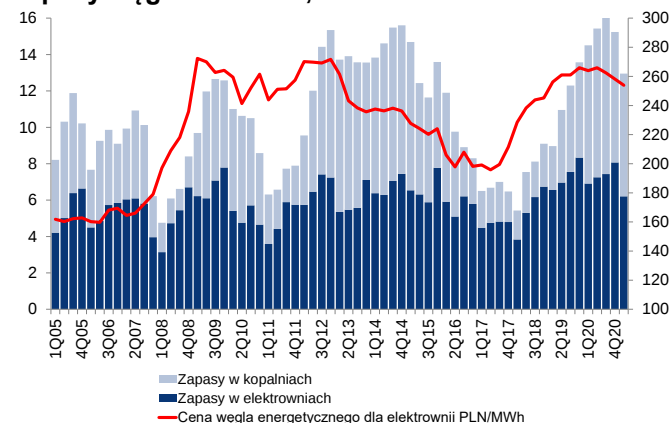
Poprawiająca się zagraniczna sytuacja konkurencyjna polskich kopalń węgla jednocześnie napotyka mocny popyt krajowy, co skutkuje znaczącym spadkiem zapasów węgla. Zapasy węgla w Polsce spadły o 15% kw/kw w 1Q21 i o kolejne 10% do 11.8mn ton w kwietniu. Jest to najniższy poziom zapasów w Polsce od 2Q19. Jednocześnie zapasy węgla liczone w dniach konsumpcji spadają w związku z niższym wolumenem zapasów ale także i rosnącym popytem, co spowodowało spadek do 148 dni konsumpcji ze szczytu na poziomie 191x w 3Q20 i oczekujemy dalszych spadków do 126 dni w 2Q21.

Zapasy polskiego węgla energetycznego w milionach ton i w dniach konsumpcji, 2003-21



Źródło: ARE, ARP, Erste Securities Polska

Cena polskiego węgla energetycznego w PLN/t vs. zapasy węgla w Polsce, 2005-21



Główną przyczyną spadających zapasów i poprawiającego się popytu są wysokie zagraniczne ceny gazu i węgla, które skutkują znaczącym spadkiem importu energii elektrycznej do Polski a także zwiększając konkurencyjność bloków węglowych. Generacji energii elektrycznej z węgla kamiennego wzrosła o 29% rdr w 5M'21, podczas gdy generacja z gazu spadła o 8% rdr, generacja z wiatru spadła o 16% rdr a import spadł o 41% rdr. Te zmiany zachodzą w czasie gdy konsumpcja energii elektrycznej wzrosła o 6.6% rdr w pierwszych pięciu miesiącach roku. Te dane skłaniają nas do zmiany naszych oczekiwań wzrostu popytu na węgiel kamienny z elektrowni do 10.5% wzrostu rdr, z poprzednich oczekiwań na poziomie 7-12%. Jednocześnie przedstawiamy nasze prognozy popytu na węgiel kamienny z sektora energetycznego na rok 2022e, które zakładają spadek popytu o jedynie 1.4% rdr, co biorąc pod uwagę zakładane zamknięcia kopalń powinno skutkować stabilnym rynkiem na wysokim poziomie dla pozostałych kopalń.

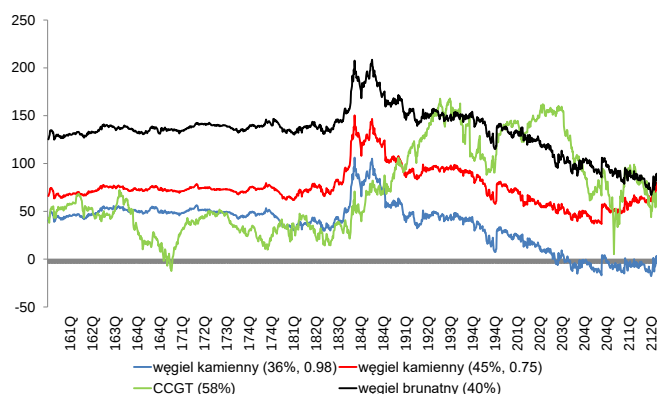
Perspektywa polskiego rynku energii elektrycznej w 2021/22, TWh

	Dane historyczne			2021e		2022e	
	2019	2020	Zmiana rdr	Import w dół o 40%	Zmiana rdr	Import płaski rdr	Zmiana rdr
Popyt	169.4	165.5	-2.3%	172.2	4.0%	174.7	1.5%
Wzrost rdr popytu	-0.9%	-2.3%		1.5%		1.5%	
Import	10.6	13.2	24.5%	7.9	-40.0%	7.9	0.0%
Wytwarzanie	158.8	152.3	-4.1%	164.2	7.8%	166.8	1.6%
Węgiel brunatny	41.5	38.0	-8.5%	42.9	13.0%	42.9	0.0%
Węgiel kamienny	78.2	71.5	-8.5%	79.8	11.5%	78.8	-1.3%
Gaz	12.1	13.9	15.1%	12.8	-8.0%	12.8	0.0%
Wiatr	13.9	14.2	1.9%	12.5	-11.8%	15.6	24.9%
Inne	12.9	14.7	13.9%	16.2	10.2%	16.7	3.1%
kamienny z energetyki	35.4	31.7	-10.5%	35.0	10.5%	34.5	-1.4%

Źródło: PSE-Operator, ARE, Erste Securities Polska

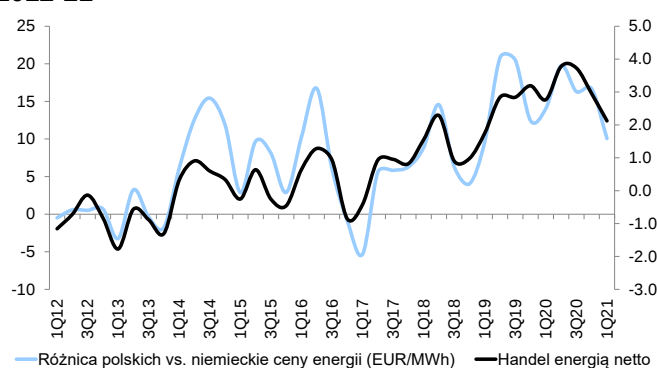
Kluczowym powodem naszego bardziej optymistycznego postrzegania perspektyw wzrostu popytu na węgiel kamienny są wysokie ceny gazu i węgla na zagranicznych rynkach. Zakładamy, że te wysokie ceny utrzymają się także w 2022e, w związku z niskim poziomem zapasów gazu w Europie. Takie uwarunkowania rynkowe spowodowały, że obecnie nowe bloke węglowe w Polsce generują o 15% wyższe czyste spread niż bloke gazowe po raz pierwszy od wielu lat.

Czysty spread wytwarzania energii elektrycznej w PLN/MWh, 2016-21



Źródło: TGE, Bloomberg, Erste Group Research

Różnica pomiędzy polskimi i niemieckimi cenami energii elektrycznej vs. import energii do Polski, 2012-21



Jednocześnie wysokie ceny węgla w portach ARA skutkują wyższymi cenami energii elektrycznej na zachodnich rynkach, co skutkuje zawężeniem się spread pomiędzy polskimi i niemieckimi cenami energii elektrycznej obniżając opłacalność importu energii. Ten spread jest obecnie najniższy od 1Q19, co skutkuje 41% spadkiem rdr importu energii elektrycznej do Polski w pierwszych pięciu miesiącach roku.

Perspektywa LW Bogdanki w latach 2021-22e

Perspektywa wzrostu popytu na węgiel kamienny z sektora energetyki o 10.5% a także bardzo wysokie wyniki produkcyjne zaprezentowane przez LW Bogdankę za okres 1Q21 skłania nas do zrewidowania naszych prognoz produkcji na rok 2021 do poziomu 9.2mn ton, z 8.5mn ton oczekiwanych poprzednio. Jednocześnie oczekiwany dłuższy okres wysokich cen gazu skłania nas do podwyższenia prognoz produkcji na lata 2022-23e do 9mn ton, z 8.5mn ton oczekiwanych poprzednio. Co więcej spodziewany spadek cen węgla o 4% rdr w 2021 roku jest spodziewany, że zostanie odwrócony 3% wzrostem cen w roku 2022e, zakładając utrzymanie się wysokim cen węgla zagranicą i zakładając utrzymanie obecnego tempa redukcji zapasów, co skutkowałoby znaczącą poprawą siły przetargowej polskich kopalń.

Nasze prognozy odnośnie kosztów jednostkowych zmieniają się w 2021 głównie poprzez zmiany wolumenów, natomiast negatywne skutki inflacji kosztowej są zakładane, że będą wygasać w roku 2022e. LW Bogdanka jest obecnie w fazie szczytu program inwestycyjnego natomiast kolejne lata powinny przynieść niższy poziom inwestycji – zgodnie z opublikowaną strategią.

Kluczowe dane finansowe i operacyjne, 2018- 23e

PLN mn	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Wydobycie brutto - mn ton	14.89	14.74	11.90	13.94	13.64	13.64
Wydobycie netto - mn ton	9.01	9.45	7.61	9.20	9.00	9.00
Uzysk (%)	60.5%	64.1%	64.0%	66.0%	66.0%	66.0%
Wyróbiska, km	37.0	29.1	25.7	29.1	29.1	29.1
Cena węgla PLN/t	203.6	234.1	238.7	229.1	236.0	238.4
Zmiana rdr ceny węgla	4.2%	15.0%	1.9%	-4.0%	3.0%	1.0%
Koszt gotówkowy jednostkowy PLN/t	160.4	159.1	184.6	168.3	173.2	175.4
Zmiana rdr jednostkowego kosztu	29.4%	-0.8%	16.0%	-8.8%	2.9%	1.2%
EBITDA - bez zdarzeń jednorazowych	438.0	767.8	459.9	607.3	613.0	614.8
EBITDA na tonę	48.6	81.2	60.4	66.0	68.1	68.3
Operacyjne przepływy pieniężne	458.9	721.0	477.0	539.9	560.3	562.3
Nakłady inwestycyjne	426.1	477.1	606.1	590.0	550.0	500.0
Wolne przepływy pieniężne	32.8	243.8	-129.2	-50.1	10.3	62.3
Wolne przepływy pieniężne na akcję	1.0	7.2	-3.8	-1.5	0.3	1.8
Zadłużenie netto	-153.7	-368.7	-230.6	-180.5	-190.7	-253.0

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Rewizja prognoz

Mocne wyniki za pierwszy kwartał a także mocne fundamenty rynkowe w okresie pierwszych pięciu miesięcy są głównym powodem zmiany naszych prognoz.

Prognozy na lata 2021-23e odzwierciedlają nasze obecne oczekiwania odnośnie zmian popytu na węgiel kamienny z sektora energetyki, które

zakładają wzrost popytu o 10.5% w roku 2021e i spadek o jedynie 1.4% w roku 2022e. Prognozy wolumenów zostają zwiększone do poziomu 9.2mn ton w roku 2021e, z 8.5mn tonn oczekiwanych poprzednio, podczas gdy 9.0mn ton prognozowane jest na lata po roku 2021e. Oczekujemy spadku ceny węgla o 4% w roku 2021e (vs. 3% spadku oczekiwane poprzednio), przy jednoczesnym zakładanym wzroście cen o 3% w roku 2022e, co wynika z zakładanej dalszej poprawy sytuacji rynkowej.

Zmiany prognoz

Skonsolidowane, IFRS (PLN, mn)	2021e			2022e			2023e	
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio
Przychody	2 092.0	1 967.4	6.3%	2 108.0	1 987.2	6.1%	2 129.3	nd
EBITDA	607.3	538.9	12.7%	613.0	549.1	11.6%	614.8	nd
EBIT	214.1	128.7	66.3%	203.1	109.9	84.8%	192.8	nd
Zysk netto	173.4	105.8	63.9%	164.5	89.0	84.9%	156.1	nd

Źródło: Erste Securities Polska

Wycena

Używamy modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF – jako naszego głównego narzędzia wycenowego, opierając się na prognozach dla szczegółowego okresu lat 2021-25. Korzystamy ze stopy dyskontowej opartej o średnio ważony koszt kapitału (WACC), wartości rezydualnej opartej o rentę wieczystą, a także rozwodnionej liczbie akcji. Model DCF odzwierciedla wartość akcji LW Bogdanki w bardziej właściwy sposób niż metody porównawcze, ponieważ zawiera on szczegółowe dane pieniężne dla przyszłych okresów.

Założenia

Nasze estymacje są sporządzone w oparciu o następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka 1.75%, premia za kapitał własny 6%, premia za kapitał obcy 2%
- Nakłady inwestycyjne prognozowane są w relacji do zakładanych poziomów wydobywania.
- Prognoza ceny węgla wynika z oczekiwań rynkowych w zakresie występowania deficytu/nadpodaży. Zakładamy więc spadek ceny węgla w 2021 o 4% rdr a następnie 3% wzrost w kolejnym roku. Następnie zakładamy inflacyjny wzrost cen o 1% rocznie.
- Założona marża w okresie rezydualnym zostaje podwyższona do 7.5% z 5.0% w związku ze spodziewanym zmniejszeniem nadpodaży a także w związku z uwzględnieniem długookresowych planów Spółki wejścia w obszary poza-węglowe tak jak zostało to zaprezentowane w nowej strategii.
- Strona kosztowa jest prognozowana w oparciu o prognozowane wolumeny produkcji i zakres robót przygotowawczych. Zakres robót przygotowawczych w latach 2021/22 jest prognozowany spadek do poziomu 29km i na płaskim poziomie w późniejszych okresach. Niższe koszty robót przygotowawczych, a także niższe oczekiwania płacowe pracowników związane z kryzysem węglowym przekładają się na nasze oczekiwania utrzymania jednostkowego kosztu gotówkowego na płaskim poziomie.
- Nominalna stawka podatkowa jest założona na poziomie 19% w 2021-25.

Wzrost w okresie wartości rezydualnej jest założony na poziomie 0% w związku z uwzględnieniem ryzyka cenowego, ryzyka odbudowy zasobów, ryzyk związanych ze zmianą struktury mocy zainstalowanych w polskiej energetyce, a także ryzyk wzrostu popytu na energię elektryczną.

Wskaźniki grupy porównawczej

	C/Z			EV/EBITDA		
	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
GLENCORE PLC	10.2	11.2	13.0	5.3	5.5	5.8
WHITEHAVEN COAL LTD	neg	12.6	15.1	13.6	4.9	5.2
CNX RESOURCES CORP	12.6	14.5	16.5	5.5	5.9	6.3
PEABODY ENERGY CORP	neg	neg	neg	5.2	4.5	5.3
ARCH COAL INC - A	10.0	6.8	5.4	5.3	4.3	4.3
CHINA SHENHUA ENERGY CO-A	8.8	8.7	8.3	4.3	4.3	4.3
COAL INDIA LTD	6.9	6.5	na	4.2	3.8	4.8
BUMI SERPONG DAMAI PT	14.2	11.9	10.2	8.1	7.4	6.9
ADARO ENERGY TBK PT	8.9	8.9	9.8	3.7	3.7	3.7
BANPU PUBLIC CO LTD	11.2	11.5	9.1	9.0	9.5	9.5
YANZHOU COAL MINING CO-H	4.7	4.7	4.5	7.7	7.6	7.7
SHANXI COKING CO LTD-A	6.3	7.1	6.7	na	na	na
Mediana	9.5	8.9	9.5	5.3	4.9	5.3
LW Bogdanka	5.1	5.4	5.7	1.2	1.2	1.1
<i>Premia/dyskonto</i>	<i>-46%</i>	<i>-39%</i>	<i>-40%</i>	<i>-78%</i>	<i>-76%</i>	<i>-79%</i>
Implikowana wartość	48.2	43.0	43.5	89.3	83.2	87.7

Źródło: Factset, Erste Group Research

Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	9.0%
Koszt kapitału obcego	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	6.0%
Efektowna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.9%
Udział kapitału własnego	99%	99%	99%	99%	99%	99%
WACC	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	9.0%

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	NY / TV
Wzrost przychodów	14.8%	0.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	214.1	203.1	192.8	192.8	192.8	159.7
Marża EBIT	10.2%	9.6%	9.1%	9.1%	9.1%	7.5%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Opodatkowanie EBIT	-40.7	-38.6	-36.6	-36.6	-36.6	-30.3
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	173.4	164.5	156.1	156.1	156.1	129.4
+ Amortyzacja	393.2	409.9	422.0	427.0	427.0	427.0
Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja	150.1%	134.2%	118.5%	117.1%	117.1%	89.9%
+/- Zmiana kapitału pracującego	16.2	0.5	0.6	0.0	0.0	0.6
Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów						
- Inwestycje rzeczowe	-590.0	-550.0	-500.0	-500.0	-500.0	-475.0
Wolne przepływy pieniężne do przedsięwzięcia	-39.6	24.0	77.5	83.2	83.2	80.7
Wzrost w okresie rezydualnym						0.0%
Wartość rezydualna						901.2
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne -	-34.1	19.2	57.6	57.4	53.3	621.9
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2020	775.2					
Udziały mniejszości	10.4					
Dług netto	-230.6					
Inne aktywa	0.0					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2020	995.3					
Liczba akcji (mn)	34.0					
Koszt kapitału własnego	7.8%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	32.6					
Obecna cena akcji (PLN)	26.2					
Up/Downside	24.8%					

Podział wartości firmy



Source: Erste Securities Polska

Wrażliwość (na akcję)

		Marża EBIT w okresie rezydualnym				
		3.5%	5.5%	7.5%	9.5%	11.5%
WACC	8.0%	15.6	25.4	35.2	45.0	54.8
	8.5%	15.4	24.6	33.8	43.1	52.3
	9.0%	15.2	23.9	32.6	41.3	50.1
	9.5%	15.1	23.3	31.6	39.8	48.1
	10.0%	14.9	22.7	30.6	38.4	46.3
		Wzrost w okresie rezydualnym				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
WACC	8.0%	30.6	32.6	35.2	38.5	42.9
	8.5%	29.7	31.6	33.8	36.7	40.5
	9.0%	28.9	30.6	32.6	35.2	38.5
	9.5%	28.2	29.7	31.6	33.8	36.7
	10.0%	27.5	28.9	30.6	32.6	35.2

Erste Securities Polska S.A.
Bogdanka SA
18 June 2021

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PLN mn	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31
Przychody ze sprzedaży	1 756.7	2 157.9	1 822.1	2 092.0	2 108.0	2 129.3
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-1 584.0	-1 646.2	-1 573.4	-1 724.9	-1 751.9	-1 783.5
Zysk brutto ze sprzedaży	172.7	511.7	248.7	367.1	356.1	345.7
Koszty sprzedaży i administracyjne	-144.5	-153.3	-152.0	-152.0	-152.0	-152.0
Pozostałe przychody	34.6	5.3	7.7	1.5	1.5	1.5
Pozostałe koszty	-0.8	11.5	-9.2	-2.5	-2.5	-2.5
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	469.2	767.8	459.9	607.3	613.0	614.8
Powtarzalna EBITDA - bez zdarzeń jednorazowych	438.0	767.8	459.9	607.3	613.0	614.8
Amortyzacja	407.2	392.6	364.7	393.2	409.9	422.0
Zysk operacyjny - EBIT	62.0	375.2	95.2	214.1	203.1	192.8
Przychody i koszty finansowe	2.9	3.4	-2.1	0.0	0.0	0.0
Pozostałe przychody/koszty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	64.9	378.6	93.2	214.1	203.1	192.8
Podatek dochodowy	-11.1	-69.8	-20.2	-40.7	-38.6	-36.6
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	53.6	308.6	72.9	173.4	164.5	156.1
Zysk akcjonariuszy Jednostki Dominującej - powtarzalny	27.3	308.6	72.9	173.4	164.5	0.0
Skonsolidowany bilans	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PLN mn	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe	3 270.3	3 282.4	3 531.6	3 728.4	3 868.5	3 946.5
Wartości niematerialne	58.8	63.7	59.2	59.2	59.2	59.2
Pozostałe aktywa trwałe	134.7	163.7	173.2	187.5	203.2	220.5
Razem aktywa trwałe	3 463.8	3 509.8	3 763.9	3 975.1	4 130.9	4 226.1
Zapasy	83.4	104.2	91.1	83.7	84.3	85.2
Należności	203.5	239.0	268.3	282.4	284.6	287.5
Inne aktywa obrotowe	11.8	16.7	10.3	10.3	10.3	10.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	170.9	382.7	241.6	350.0	350.0	650.0
Razem aktywa obrotowe	469.5	742.7	611.3	726.4	729.2	1 032.9
RAZEM AKTYWA	3 933.4	4 252.5	4 375.3	4 701.5	4 860.1	5 259.1
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	2 939.9	3 218.1	3 289.4	3 462.8	3 627.3	3 783.5
Udziały niekontrolujące	10.2	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	13.9	10.9	7.9	84.8	79.6	198.5
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	213.7	238.5	248.2	248.2	248.2	248.2
Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	132.3	159.2	178.7	180.4	180.4	180.4
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	176.5	241.2	280.3	280.3	280.3	280.3
Razem zobowiązania długoterminowe	536.4	649.8	715.1	793.7	788.5	907.4
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	3.2	3.2	3.2	84.8	79.6	198.5
Zobowiązania handlowe	331.1	313.1	312.8	303.3	305.7	308.7
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	112.5	57.9	44.4	46.5	48.5	50.5
Razem zobowiązania krótkoterminowe	446.8	374.2	360.4	434.6	433.8	557.7
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	3 933.4	4 252.5	4 375.3	4 701.5	4 860.1	5 259.1
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PLN mn	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	458.87	720.98	476.96	539.87	560.27	562.27
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-418.23	-476.53	-611.03	-590.00	-550.00	-500.00
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-304.78	-32.50	-7.06	158.52	-10.27	237.73
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	-264.14	211.95	-141.13	108.39	0.00	300.00
Marże i wskaźniki	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Wzrost przychodów rdr	-1.3%	22.8%	-15.6%	14.8%	0.8%	1.0%
Marża EBITDA - bez zdarzeń jednorazowych	24.9%	35.6%	25.2%	29.0%	29.1%	28.9%
Marża EBIT	3.5%	17.4%	5.2%	10.2%	9.6%	9.1%
Marża zysku netto - bez zdarzeń jednorazowych	1.6%	14.3%	4.0%	8.3%	7.8%	0.0%
ROE	0.9%	10.5%	2.3%	5.3%	4.8%	0.0%
ROCE	1.6%	9.9%	8.1%	2.7%	2.2%	2.2%
Wskaźnik kapitału własnego	74.7%	75.7%	75.2%	73.7%	74.6%	71.9%
Dług netto	-153.7	-368.7	-230.6	-180.5	-190.7	-253.0
Kapitał pracujący	22.7	246.5	335.4	273.2	275.8	275.8
Wskaźnik rotacji zapasów	21.7	19	19.2	20.5	21.8	21.8

Źródło: dane Spółki, Erste Securities Polska

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). Lubelski Węgiel „BOGDANKA” Spółka Akcyjna została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym spółki Lubelski Węgiel „BOGDANKA” Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W związku z powyższym Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiąganych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyraźnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiekolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECZNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązаныmi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną politykę, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub

Erste Securities Polska S.A.

Bogdanka SA

18 June 2021

poziom popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnosniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiał na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Wielka Brytania: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2021. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.

Departament Analiz

Ul. Królewska 16

00-103 Warszawa

Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz:

Erste Group Bank AG

Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Siedziba: Wiedeń

Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m

Sądzie Gospodarczym w Wiedniu

Erste Securities Polska S.A.

Bogdanka SA

18 June 2021

Strona internetowa Erste Group: www.erstegroup.com