



Dom Maklerski BDM S.A.

## BOGDANKA

### RAPORT ANALITYCZNY

Wprowadzenie do obrotu akcji pracowniczych (ponad 3,2 mln akcji, 9,4% całości kapitału) pogorszyło sentyment do Bogdanki i w krótkim terminie stanowi wg nas ryzyko presji na kurs spółki. Tymczasem od 4Q'11 Bogdanka fedruje w Polu Stefanów co pozwoli skokowo zwiększyć przychody oraz wyniki w najbliższych kwartałach i latach. LWB wyprodukowała w 4Q'11 ponad 2,00 mln ton węgla (historyczny rekord, szacowaliśmy 1,94 mln ton). Prognozujemy, że pozwoli to spółce wypracować 456 mln PLN przychodów i 135 mln PLN EBITDA (odpowiednio +54% r/r i 73,4% r/r). Także 1Q'12 wypadnie wg nas bardzo udanie; spółka powinna wyprodukować podobny wolumen (2,0 mln ton) i wypracować 169 mln PLN EBITDA oraz 84 mln PLN zysku netto (odpowiednio +116,6% r/r i 134,7 mln PLN r/r). Biorąc pod uwagę dobrą adaptację kompleksu strugowego w Stefanowie (PBDM 4Q'11 zakłada uzysk=90%) oraz utrzymującą się koniunkturę na węgiel (zmieniliśmy założenie cen +2% r/r vs. 0% r/r wcześniej) zdecydowaliśmy się podnieść nasze prognozy wyników spółki na 2012 rok. Oczekujemy 664 mln PLN EBITDA oraz 312 mln PLN zysku netto, co implikuje P/E'12=11,8x i EV/EBITDA'12=6,1x. Biorąc pod uwagę nasze nowe założenia oraz obecną kapitalizację spółki decydujemy się zmienić poprzednie zalecenie TRZYMAJ na AKUMULUJ podnosząc jednocześnie cenę docelową z 112,1 PLN do 121,5 PLN/akcję.

Bogdanka w pierwszym kwartale tego roku zamierza opublikować nową strategię i politykę dywidendową. Oczekujemy w 2012 roku dywidendy na poziomie 1,3 PLN (div yield=1,2%) niemniej już od 2013 roku strumień gotówki z Bogdanki powinien być znacznie wyższy (zakładamy DPS'13=7,3 PLN/akcję oraz DPS'14=11,7 PLN/akcję). Przy braku akwizycji i nowych projektów inwestycyjnych (jedynie adaptacja nowego pola, jednak to wg nas perspektywa lat 2020+ i ewentualnie rozbudowa Łęczyńskiej Energetyki w latach 2015-2016, niemniej szczegóły finansowania nie są jeszcze ustalone) Bogdanka będzie generować silne CFO i powinna wypłacać co rok ok. 80-100% zysków; średnia div yield'13-21=11,9%).

W Polsce wsparciem dla cen węgla jest duże zapotrzebowanie na energię elektryczną. Według danych PSE w listopadzie oraz październiku produkcja wyniosła odpowiednio 14 399 GWH oraz 14 157 GWH (+6% r/r i +2,1% r/r). W okresie styczeń – listopad 2011 produkcja była równa 147 402 GWH (+3,6% r/r). Sprzedaż węgla energetycznego wyniosła w 1-3Q'11 48,226 mln ton co oznacza wzrost w relacji do 1-3Q'10 o 3,7% (46,522 mln ton). Bezpośrednim motorem wzrostu sprzedaży był popyt wewnętrzny. Sprzedaż węgla do celów energetycznych w Polsce wzrosła o blisko 4,0 mln ton do poziomu 29,0 mln ton. W konsekwencji stan zapasów na koniec września na przykopalnianych zwalach wyniósł 1,834 mln ton i był niższy o 3,035 mln ton w porównaniu z wrześniem'10. Dodatkowo, mimo spadających cen węgla energetycznego w Europie, rosnąca konsumpcja węgla energetycznego w Polsce pozwala na utrzymanie cen steam na poziomach 275 – 280 PLN/t (śląscy producenci, dodatkowym wsparciem jest słaby PLN) oraz statusu importera netto (szacujemy import netto w 2011 roku na poziomie 6-9 mln ton).

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody [mln PLN]	1118,4	1230,4	1321,8	1868,8	2243,1	2750,3
EBITDA [mln PLN]	368,0	414,5	354,5	664,0	912,0	1069,5
EBIT [mln PLN]	226,7	276,5	171,2	402,3	629,4	776,2
Zysk netto [mln PLN]	190,8	230,1	143,5	312,4	496,4	624,0
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3
P/E	19,2	16,0	25,6	11,8	7,4	5,9
EV/EBITDA	8,8	8,3	11,0	6,1	4,2	3,3
EV/EBIT	14,3	12,5	22,7	10,1	6,1	4,6

## AKUMULUJ

WYCENA 121,5 PLN

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

12 STYCZEŃ 2012

Wycena DCF [PLN]	121,0
Wycena porównawcza [PLN]	121,9
Wycena końcowa [PLN]	121,5
Potencjał do wzrostu / spadku	11,4%
Koszt kapitału	10,5%
Cena rynkowa [PLN]	109,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 707
Ilość akcji [mln szt.]	34 014
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	115,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	81,2
Stopa zwrotu za 3 mc	4,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-6,0%
Struktura akcjonariatu:	
Aviva OFE	14,7%
ING OFE	9,6%
PZU OFE	9,8%
Amplico PTE	5,1%
Pozostali	60,8%

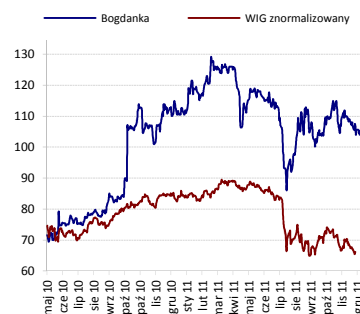
Krzysztof Zarychta

zarychta@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	8
PROGNOZA WYNIKÓW NA 4Q'11, 2011 I 1Q'11 .....	9
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2011-2012 .....	10
PROGNOZY WYNIKÓW NA LATA 2011-2015 .....	11
RYNEK WĘGLA ENERGETYCZNEGO.....	12
DANE FINANSOWE .....	15

## WYCENA I PODSUMOWANIE

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

Wycena porównawcza Bogdanki, oparta na prognozach na lata 2011-2013 dała wartość 1 akcji spółki na poziomie 121,9 PLN, z kolei wycena metodą DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 121,0 PLN. Wycena końcowa jest średnią arytmetyczną z tych metod i wynosi 121,5 PLN.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

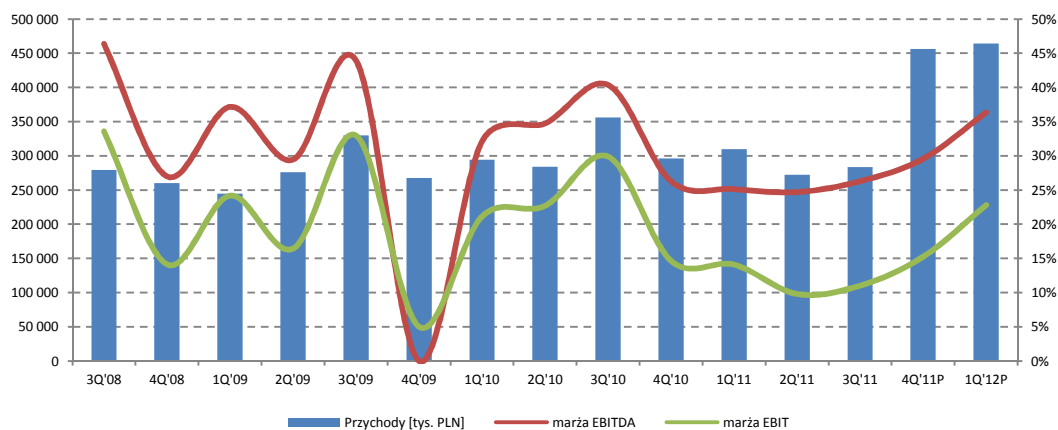
	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	50%	121,0
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	50%	121,9
<b>Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>121,5</b>

Źródło: DM BDM S.A.

Bogdanka podała, że zakończyła 2011 rok z produkcją równą 5,838 mln ton, co implikuje produkcję w 4Q'11=2,00 mln ton). Jest to najwyższy wyprodukowany kwartalnie wolumen w historii spółki. Oczekujemy, że Bogdanka wypracuje w 4Q'11 456 mln PLN przychodów. Po zmianie rozliczenia 13 i 14 pensji, spółka będzie musiała rozliczyć w 4Q'11 wypłatę 5 pensji, co negatywnie wpłynie na rentowność (szacujemy pozycję kosztów świadczeń pracowniczych na poziomie 155,6 mln PLN) oraz zysk EBIT równy 69,9 mln PLN (+60,5% r/r).

W pierwszym kwartale 2011 roku oczekujemy produkcji zbliżonej do 4Q'11 (2,0 mln ton) oraz przychodów na poziomie 464 mln PLN (zakładamy podwyżkę cen węgla o 2% r/r, zwracamy jednak uwagę, że w 1Q'12 spółka będzie musiała sprzedać ok. 600 tys. ton węgla po starych cenach z 2011 roku, bo dotrzymać warunki ubiegłorocznych umów z energetyką zawodową). Szacujemy zysk EBIT oraz EBITDA spółki na poziomach odpowiednio 105,9 mln PLN (+142,4% r/r) oraz 168,7 mln PLN (+116,6% r/r). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej oraz podatku dochodowego oczekujemy zysku netto zbliżonego do 84,4 mln PLN (+134,7% r/r).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Podsumowując, zmieniamy nasze poprzednie zalecenie TRZYMAJ na AKUMULUJ podnosząc jednocześnie cenę docelową z 112,1 PLN do 121,5 PLN/akcję.**

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji na poziomie 5,95%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

### Główne zmiany w modelu:

- W stosunku do naszej poprzedniej prognozy wyników spółki na 2012 rok zdecydowaliśmy się zwiększyć wolumen produkcji (po dobrych wynikach produkcji Bogdanki w 4Q'11). Szacujemy produkcję spółki w 2012 roku na poziomie 8,0 mln ton (szczegółowe założenia zawarte są w osobnym rozdziale);
- Zmieniliśmy nasze prognozy dotyczące cen węgla na lata 2012-2013 (zakładany wcześniej brak podwyżek cen węgla na podwyżkę o 2%);
- Uważamy, że przypadające na 2012 rok pierwsze skokowe zwiększenie wydobycia i przychodów spółki pozwoli Bogdance lepiej pokryć koszty stałe i zwiększyć dźwignię operacyjną. Spodziewamy się wzrostu marży EBIT do 2014 roku;
- Prognozujemy spadek marży EBIT od 2015 roku w związku z rosnącymi kosztami pracowniczymi oraz zwiększoną amortyzacją przy jednoczesnym braku zwiększenia wydobycia;
- Nie zakładamy rozwiązania przez spółkę rezerw związanych z podatkiem od wyrobisk górniczych;
- Dług netto został oszacowany na koniec 2011 roku (uwzględnia 100 mln PLN kredytu z PKO BP);
- W 2012 roku zakładamy wypłatę przez Bogdankę dywidendy w wysokości 30%, a od 2013 w wysokości 80% zysku netto;
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 0%. Zwracamy uwagę, że dzięki wykorzystaniu techniki strugowej, różnica pomiędzy zasobami operatywnymi a przemysłowymi, wyrażona poprzez tzw. straty eksploatacyjne, najprawdopodobniej ulegnie zmniejszeniu z 24% do 7-10%, co wydłuży żywotność kopalni o ok. 5-6 lat. Bogdanka jest także naturalnym kandydatem do zagospodarowania sąsiadujących z polem Stefanów pól o zbiorczej nazwie Puchaczów VI (łącznie ok. 300 mln ton zasobów operatywnych wydłużających żywotność kopalni o ok. 27 lat).

### Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2021.
- Wycena została sporządzona na dzień 12.01.2012 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie **4 117 mln PLN**, a w przeliczeniu na 1 akcję **121,0 PLN**.

**Model DCF**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 868,8	2 243,1	2 750,3	2 805,3	2 861,4	2 918,6	2 977,0	3 036,6	3 095,3	3 155,2
EBIT [mln PLN]	402,3	629,4	776,2	751,6	743,0	729,4	709,0	682,2	648,8	619,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	76,4	119,6	147,5	142,8	141,2	138,6	134,7	129,6	123,3	117,7
NOPLAT [mln PLN]	325,8	509,8	628,7	608,8	601,9	590,8	574,3	552,6	525,5	501,9
Amortyzacja [mln PLN]	261,7	282,6	293,3	314,4	316,5	320,6	327,9	337,6	348,1	349,7
CAPEX [mln PLN]	-708,6	-460,7	-323,9	-253,4	-258,5	-292,8	-328,4	-350,2	-357,2	-364,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-16,7	-7,8	-7,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	-137,7	323,9	590,4	669,0	659,1	617,7	572,8	539,1	515,6	486,6
DFCF	-124,9	266,1	439,3	449,8	400,2	338,3	282,8	239,9	206,8	175,9
Suma DFCF [mln PLN]	2 674,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 575,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 654,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 328,2									
Dług netto [mln PLN]	211,2									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>4 117,0</b>									
Ilość akcji [tys.]	34 013,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>121,0</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0%

Przychody zmiana r/r	41,4%	20,0%	22,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	135,0%	56,5%	23,3%	-3,2%	-1,1%	-1,8%	-2,8%	-3,8%	-4,9%	-4,5%
FCF zmiana r/r	-69,7%	-335,2%	82,2%	13,3%	-1,5%	-6,3%	-7,3%	-5,9%	-4,4%	-5,6%
Marża EBITDA	35,5%	40,7%	38,9%	38,0%	37,0%	36,0%	34,8%	33,6%	32,2%	30,7%
Marża EBIT	21,5%	28,1%	28,2%	26,8%	26,0%	25,0%	23,8%	22,5%	21,0%	19,6%
Marża NOPLAT	17,4%	22,7%	22,9%	21,7%	21,0%	20,2%	19,3%	18,2%	17,0%	15,9%
CAPEX / Przychody	37,9%	20,5%	11,8%	9,0%	9,0%	10,0%	11,0%	11,5%	11,5%	11,5%
CAPEX / Amortyzacja	270,8%	163,0%	110,4%	80,6%	81,6%	91,3%	100,2%	103,7%	102,6%	104,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,9%	-0,3%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-3,0%	-2,1%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Stopa wolna od ryzyka	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Udział kapitału własnego	89,0%	87,3%	89,3%	94,2%	95,6%	97,8%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	11,0%	12,7%	10,7%	5,8%	4,4%	2,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,4%	10,3%	10,4%	10,7%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%
Beta	0,7	124,1	129,2	132,1	135,4	142,8	152,0	157,5	163,7	179,0
	0,8	118,3	122,9	125,5	128,3	134,8	142,7	147,4	152,7	165,5
	0,9	113,0	117,1	119,4	121,9	127,6	134,5	138,5	143,0	153,8
	1,0	108,2	111,8	113,8	116,0	121,0	127,1	130,5	134,4	143,6
	1,1	103,6	106,9	108,7	110,7	115,1	120,4	123,4	126,8	134,7
	1,2	99,5	102,4	104,0	105,7	109,7	114,3	117,0	119,9	126,7
	1,3	95,6	98,2	99,7	101,2	104,7	108,8	111,2	113,7	119,7

Źródło: BDM S.A.

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

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	2,0%	188,8	183,3	178,1	173,1	168,4	164,0	159,7	155,7	151,8
	3,0%	170,8	164,0	157,7	151,8	146,3	141,2	136,4	131,9	127,6
	4,0%	155,7	148,1	141,2	134,9	129,0	123,6	118,7	114,0	109,7
	5,0%	142,9	134,9	127,6	121,0	115,2	109,7	104,8	100,2	96,0
	6,0%	131,9	123,6	116,3	109,7	103,8	98,5	93,7	89,2	85,2
	7,0%	122,4	114,0	106,7	100,2	94,4	89,2	84,6	80,4	76,5
	8,0%	114,0	105,7	98,5	92,1	86,5	81,5	77,0	73,0	69,4

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	1,50%	2,00%	3,00%
premia za ryzyko	2,0%	144,7	152,2	156,6	161,5	173,1	188,0	197,2	208,0	236,0
	3,0%	130,3	136,1	139,5	143,2	151,7	162,5	168,9	176,3	194,8
	4,0%	118,3	122,9	125,5	128,3	134,8	142,7	147,4	152,7	165,5
	5,0%	108,2	111,8	113,8	116,0	121,0	127,1	130,5	134,4	143,6
	6,0%	99,5	102,4	104,0	105,7	109,7	114,3	117,0	119,9	126,7
	7,0%	92,0	94,3	95,6	97,0	100,2	103,8	105,9	108,1	113,3
	8,0%	85,4	87,4	88,4	89,6	92,1	95,0	96,6	98,4	102,4

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

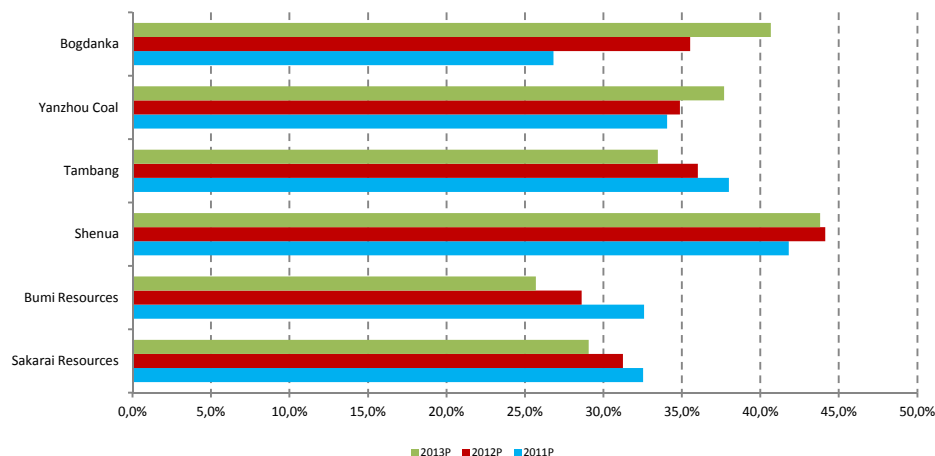
Zdecydowaliśmy się dokonać wyceny porównawczej w oparciu o prognozy na lata 2011-2013 do wybranych spółek. Przyrównaliśmy Bogdankę do kopalni z rynków wschodzących (Shenhua, Yanzhou – Chiny, Tambang, Bumi Resources – Indonezja, Straits Asia – Singapur). Dla roku 2011 przypisaliśmy wagę równą 10%, a dla lat 2012-2013 wagi równe 45%. W naszej ocenie rok 2011 jest dla Bogdanki okresem przejściowym, w którym spółka ponosi wzmożone koszty udostępniania nowych złóż na polu Stefanów. Wycenę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). **Ostatecznie wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 4,146 mld PLN, czyli 121,9 PLN/akcję.**

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Sakarai Resources	11,5	10,2	8,2	7,3	5,0	3,5
Bumi Resources	9,1	8,8	7,5	5,4	5,5	4,7
Shenhua	15,3	13,6	10,6	8,0	6,9	5,8
Tambang	13,4	11,2	8,4	9,1	7,4	5,4
Yanzhou Coal	14,2	13,5	13,2	9,4	8,5	7,8
Mediana	13,4	11,2	8,4	8,0	6,9	5,4
Bogdanka	25,6	11,8	7,4	11,0	6,1	4,2
Premia/dyskonto do spółki	91,1%	4,7%	-11,9%	36,2%	-10,7%	-21,8%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	56,5	103,1	122,6	77,7	122,3	139,6
Waga roku	0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Wycena wg wskaźników [PLN]		112,8			130,9	
Waga wskaźnika		50,0%			50,0%	
Wycena spółki [mld PLN]	4 146					
Wycena 1 akcji [PLN]	121,9					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

### Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko zmiany cen surowców energetycznych**, głównie ropy i gazu ziemnego (węgiel to podstawowo dobre substytucyjne i w ponad 90% skorelowane z cenami ropy i gazu). W przypadku znacznego spadku cen ropy z obecnych poziomów (blisko 102 USD/bbl), obniżce mogą ulec także ceny węgla energetycznego;
- **Ryzyko podwyżek płac**. Założone w modelu podwyżki płac dla pracowników Bogdanki mogą okazać się zbyt małe, co może w przyszłości negatywnie wpłynąć na uzyskiwane przez spółkę marże i wyniki;
- **Ryzyko importu węgla ze wschodu**. W przypadku przegrzania chińskiej gospodarki i zmiany kierunku eksportu rosyjskiego węgla na rynek chiński, może nastąpić znaczna podaż surowca na rynek polski, co spowoduje deprecjację cen węgla oferowanego przez polskie kopalnie;
- **Ryzyko CO2**. Rynek energetyczny w Polsce oczekuje obecnie na przyznanie limitów dotyczących praw do emisji dwutlenku węgla, które będą obowiązywać od 2013 do 2020 roku. Niewątpliwie stanowi to o większym ryzyku budowy bloków energetycznych, dla których trudno obecnie oszacować prawidłową rentowność. Istnieje zatem potencjalne ryzyko, że Enea podobnie jak i inne zakłady, rozważy ewentualne odstępianie od budowy nowego bloku energetycznego w Kozienicach. Drugim aspektem tego ryzyka jest możliwe zagrożenie przerwania części kosztów związanych z zakupem limitów CO2 na producentów węgla, co może wywołać presję na obniżkę cen surowca.
- **Ryzyko opóźnienia adaptacji pola Stefanów**. W przypadku dalszego opóźnienia harmonogramu prac (obecnie brak jest informacji o zakończeniu prac przy ZPMW oraz oddaniu obiektu do użytku) zmniejszeniu mogą ulec zakładane poziomy wydobycia oraz pojawić się dodatkowe koszty, co może mieć wpływ na osiągnięte przez spółkę przychody i wyniki;
- **Ryzyko wprowadzenia akcyzy na węgiel**. Od 1 stycznia 2012 ma zostać wprowadzona akcyza na węgiel. Będą z niej jednak zwolnione zakłady energetyki zawodowej, które zużywają węgiel do produkcji energii elektrycznej (główni odbiorcy surowca z Bogdanki). W przypadku zmiany zakładanej ulgi dla energetyki zawodowej, elektrownie mogą starać się wywierać presję na ceny węgla Bogdanki, by zmniejszyć większe koszty produkcji energii;
- **Ryzyko wprowadzenia dodatkowego podatku**. Po KGHM, MF może rozważyć wprowadzenie podatku od wydobycia węgla kamiennego. Uważamy jednak, że ryzyko to jest istotnie mniejsze niż w przypadku miedzi i srebra ze względu na fakt, że sytuacja finansowa śląskich kopalń jest ciągle słaba i kopalnie dopiero odbudowują bilanse po trudnych wcześniejszych okresach. Zwracamy też uwagę, że MSP docelowo ma intencję upublicznić kolejne spółki węglowe, a dodatkowe obciążenia podatkiem godziłoby w te plany.

## PROGNOZA WYNIKÓW NA 4Q'11, 2011 i 1Q'12

Bogdanka podała, że zakończyła 2011 rok z fedrunkiem równym 5,838 mln ton, co implikuje produkcję w 4Q'11=2,00 mln ton). Jest to najwyższy wyprodukowany kwartalnie wolumen w historii spółki. Oczekujemy, że Bogdanka wypracuje w 4Q'11 456 mln PLN przychodów. Po zmianie rozliczenia 13 i 14 pensji, spółka będzie musiała rozliczyć w 4Q'11 wypłatę 5 pensji, co negatywnie wpłynie na rentowność (szacujemy pozycję kosztów świadczeń pracowniczych na poziomie 155,6 mln PLN) oraz zysk EBIT równy 69,9 mln PLN (+60,5% r/r).

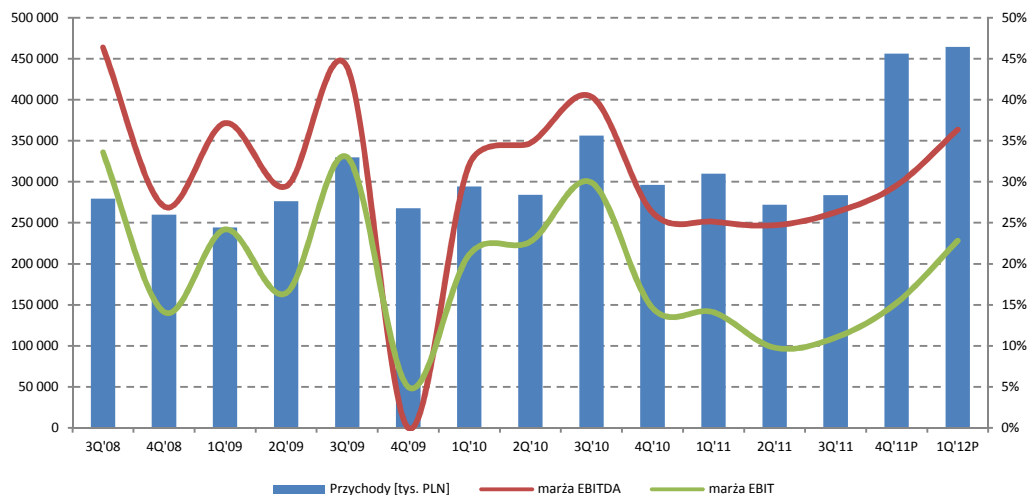
W pierwszym kwartale 2011 roku oczekujemy produkcji zbliżonej do 4Q'11 (2,0 mln ton) oraz przychodów na poziomie 464 mln PLN (zakładamy podwyżkę cen węgla o 2% r/r, zwracamy jednak uwagę, że w 1Q'12 spółka będzie musiała sprzedać ok. 600 tys. ton węgla po starych cenach z 2011 roku, bo dotrzymać warunki ubiegłorocznych umów z energetyką zawodową). Szacujemy zysk EBIT oraz EBITDA na poziomach odpowiednio 105,9 mln PLN (+142,4% r/r) oraz 168,7 mln PLN (+116,6% r/r). Po uwzględnieniu salda z działalności finansowej oraz podatku dochodowego oczekujemy zysku netto zbliżonego do 84,4 mln PLN (+134,7% r/r).

### Prognozy wyników na 4Q'11, 2011 i 1Q'12 [mln PLN]

	4Q'10	4Q'11	zmiana r/r	1Q'11	1Q'12	zmiana r/r	2010	2011	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	296,2	456,1	54,0%	310,0	464,2	49,8%	1 230,4	1 321,8	7,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	92,5	104,8	13,4%	72,8	141,8	94,7%	409,7	287,7	-29,8%
EBITDA	77,8	134,9	73,4%	77,9	168,7	116,6%	414,5	354,5	-14,5%
EBIT	43,3	69,6	60,5%	43,7	105,9	142,4%	276,5	171,2	-38,1%
Zysk netto	37,2	55,5	49,3%	36,0	84,4	134,7%	230,1	143,5	-37,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,2%	23,0%		23,5%	30,5%		33,3%	21,8%	
Marża EBITDA	26,3%	29,6%		25,1%	36,3%		33,7%	26,8%	
Marża EBIT	14,6%	15,3%		14,1%	22,8%		22,5%	13,0%	
Marża zysku netto	12,5%	12,2%		11,6%	18,2%		18,7%	10,9%	
Produkcja węgla [tys. ton]	1 410	2 005	42,2%	1 323	2 009	51,9%	5 800	5 838	0,7%
Średnia cena sprzedaży (PLN/t)	209	220	5,3%	219	224	2,0%	208	221	6,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2011-2012**

<b>Zmiana założeń</b>						
	<b>2011 E Old</b>	<b>2011E New</b>	<b>zmiana</b>	<b>2012 E Old</b>	<b>2012E New</b>	<b>zmiana</b>
Przychody razem	1 305	1 322	1,3%	1 769	1 869	5,6%
węgiel	1 235	1 246	0,9%	1 711	1 809	5,7%
ceramika	10	10	1,3%	12	12	2,9%
pozostała działalność	37	41	10,6%	32	34	4,8%
sprzedaż towarów	23	24	5,7%	14	14	0,8%
Produkcja węgla [tys. ton]	5 744	5 838	1,6%	7 821	8 052	2,9%
Cena węgla [PLN/t]	219	221	0,7%	219	225	2,8%
Koszty razem	1 024	1 041	1,6%	1 208	1 322	9,5%
amortyzacja	189	183	-3,0%	239	262	9,5%
wynagrodzenia	431	428	-0,7%	459	494	7,7%
zużycie materiałów i energii	414	413	-0,3%	455	466	2,3%
usługi obce	325	349	7,4%	389	440	13,1%
podatki i opłaty	38	38	-0,6%	51	54	6,3%
pozostałe	15	18	16,9%	5	6	12,1%
Inne	-275	-278	1,1%	-238	-268	12,6%
Koszty sprzedaży	-39	-40	2,5%	-53	-56	5,8%
Koszty zarządu	-73	-70	-4,7%	-99	-75	-24,5%
				0	0	
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-1	0	-72,8%	-13	-13	2,2%
Saldo dz. finansowej	8	6	-20,7%	-12	-17	38,4%
EBITDA	356	355	-0,4%	634	664	4,7%
<i>marża EBITDA</i>	<i>27,3%</i>	<i>26,8%</i>		<i>35,8%</i>	<i>35,5%</i>	
EBIT	167	171	2,5%	395	402	1,8%
<i>marża EBIT</i>	<i>12,8%</i>	<i>13,0%</i>		<i>22,3%</i>	<i>21,5%</i>	
Wynik brutto	175	178	1,5%	383	386	0,7%
Podatek	33	34	3,2%	73	73	0,4%
Wynik netto	141	143	1,8%	310	312	0,8%
<i>marża netto</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,9%</i>		<i>17,5%</i>	<i>16,7%</i>	
EPS [PLN]	4,2	4,2	0,4%	9,1	9,2	0,9%

Źródło: DM BDM S.A.,

## PROGNOZY WYNIKÓW NA LATA 2011-2015

### Prognoza wyników spółki [mln PLN]

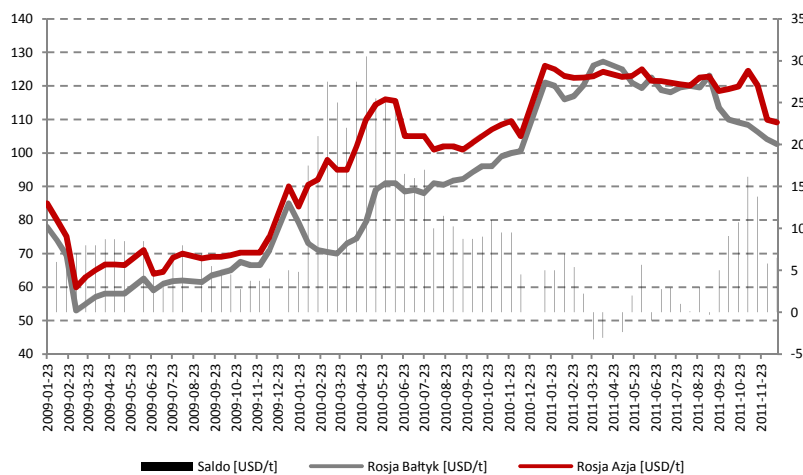
	1Q'11	2Q'11	3Q'11E	4Q'11E	1Q'12E	2Q'12E	3Q'12E	4Q'12E	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Przychody razem	310	272	284	456	464	466	468	471	1 118	1 230	1 322	1 869	2 243	2 750	2 805
węgiel	289	247	269	441	449	451	453	456	1 079	1 191	1 246	1 809	2 169	2 660	2 713
ceramika	2	3	2	3	3	3	3	3	9	8	10	12	15	19	19
pozostała działalność	13	11	9	8	8	8	8	8	23	22	41	34	41	51	52
sprzedaż towarów	6	11	3	4	4	4	4	4	9	9	24	14	17	21	22
Produkcja węgla [tys. ton]	1 323	1 215	1 295	2 005	2 009	2 005	2 011	2 027	5 237	5 800	5 838	8 052	9 451	11 360	11 360
Cena węgla [PLN/t]	219	225	224	220	224	225	225	225	208	208	221	225	230	234	239
Koszty razem	237	223	222	351	322	318	320	362	753	821	1 041	1 322	1 454	1 795	1 871
amortyzacja	33	40	45	65	63	63	63	73	138	138	183	262	283	293	314
wynagrodzenia	92	91	90	156	97	108	109	181	398	398	428	494	548	592	639
zużycie materiałów i energii	105	99	91	119	116	116	116	117	325	346	413	466	504	581	591
usługi obce	79	84	87	100	110	110	110	110	201	282	349	440	461	579	579
podatki i opłaty	9	8	8	13	13	14	14	14	29	35	38	54	65	76	77
pozostałe	12	1	3	1	1	1	1	1	31	18	18	6	7	8	8
Inne	-64	-70	-73	-71	-46	-61	-61	-102	-261	-291	-278	-268	-268	-168	-168
Koszty sprzedaży	-10	-10	-11	-14	-14	-14	-14	-14	-41	-36	-40	-56	-68	-83	-85
Koszty zarządu	-18	-19	-17	-18	-19	-19	-19	-19	-67	-70	-70	-75	-79	-83	-84
Saldo p. dz. operacyjnej	-1	6	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-23	-27	0	-13	-13	-13	-13
Saldo dz. finansowej	1	6	1	-1	-2	-2	-2	-2	11	12	6	-17	-16	-6	4
EBITDA	78	67	75	135	169	175	175	146	376	415	355	664	912	1 070	1 066
marża EBITDA	25,1%	24,7%	26,3%	29,6%	36,3%	37,5%	37,4%	31,0%	33,6%	33,7%	26,8%	35,5%	40,7%	38,9%	38,0%
EBIT	44	27	31	70	106	112	112	73	234	276	171	402	629	776	752
marża EBIT	14,1%	9,8%	11,0%	15,3%	22,8%	24,0%	23,9%	15,4%	20,9%	22,5%	13,0%	21,5%	28,1%	28,2%	26,8%
Wynik brutto	45	32	32	68	104	110	110	71	245	288	178	386	613	770	756
Podatek	8,9	6,0	6,2	13,0	19,8	20,9	20,9	13,5	47	58	34	73	116	146	144
Wynik netto	36	26	26	55	84	89	89	57	198	230	143	312	496	624	612
marża netto	11,6%	9,6%	9,1%	12,2%	18,2%	19,1%	19,1%	12,2%	17,7%	18,7%	10,9%	16,7%	22,1%	22,7%	21,8%
EPS [PLN]	1,1	0,8	0,8	1,6	2,5	2,6	2,6	1,7	5,8	6,8	4,2	9,2	14,6	18,3	18,0

Źródło: DM BDM S.A., Spółka

## RYNEK WĘGLA ENERGETYCZNEGO

Od końca 3Q'11 ceny węgla energetycznego na rynku europejskim utrzymują się w trendzie spadkowym. Obecnie za węgiel w portach ARA trzeba płacić ok. 116 USD/t. W przypadku węgla z Rosji oferowana cena kształtuje się blisko 102 USD/t (efekt wysokich zapasów w EMO oraz OBA, niskie zużycie węgla do produkcji prądu w UK). Zwracamy uwagę na utrzymujący się dodatni spread pomiędzy cenami rosyjskiego węgla oferowanego na rynku azjatyckim i europejskim (obecnie ok. 6,5 USD/t). Zjawisko to amortyzuje ewentualną większą podaż węgla rosyjskiego i stanowi o większej opłacalności eksportu surowca do Azji. Oprócz silnego popytu na węgiel energetyczny z Chin, wpływ na dodatni spread ma deprecjacja rubla do USD oraz utrzymujące się wysokie stawki cargo do Europy rosyjskich kolei. W przypadku dostaw do energetyki zawodowej Bogdanka, podobnie jak większość kopalni, operuje kontraktami rocznymi, co w naszej ocenie eliminuje ryzyko ewentualnych zmian w 2012 roku. Dodatkowo, ceny zarówno węgla ze śląska jak i z Bogdanki, w przeliczeniu na GJ, utrzymują się znacznie poniżej cen ARA/Rosja Baltic (fakt ten dodatkowo potęguje słaby PLN). Obecnie na 1 GJ z Bogdanki trzeba zapłacić ok. 10,7 PLN. W przypadku węgla ze śląska jest to 12,6 PLN, ARA=16,5 PLN, Rosja=15,1 PLN.

### Węgiel rosyjski



Obecnie pomiędzy cenami węgla z Rosji utrzymuje się dodatni spread Azja/Europa. Zjawisko to amortyzuje ewentualną większą podaż węgla rosyjskiego i stanowi o większej opłacalności eksportu surowca do Azji. Oprócz silnego popytu na węgiel energetyczny z Chin, wpływ na dodatni spread ma deprecjacja rubla do USD oraz utrzymujące się wysokie stawki cargo rosyjskich kolei.

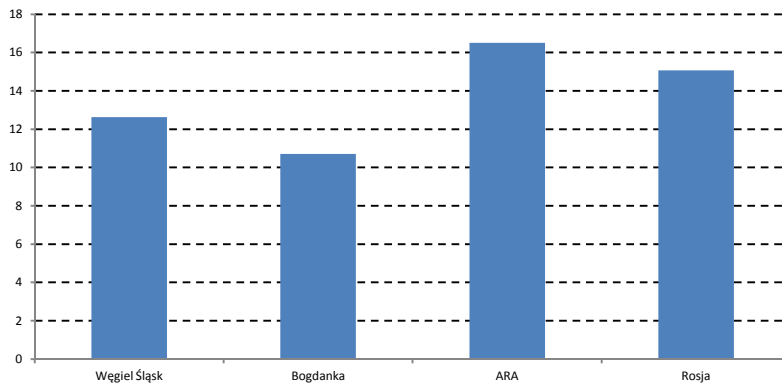
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

### Węgiel w portach ARA



Ceny węgla ARA od końca 3Q'11 znajdują się w trendzie spadkowym. Jest to efekt spowolnienia gospodarczego w Europie, które przekłada się na wysokie zapasów w EMO oraz OBA, a także niskie zużycie węgla do produkcji prądu w UK

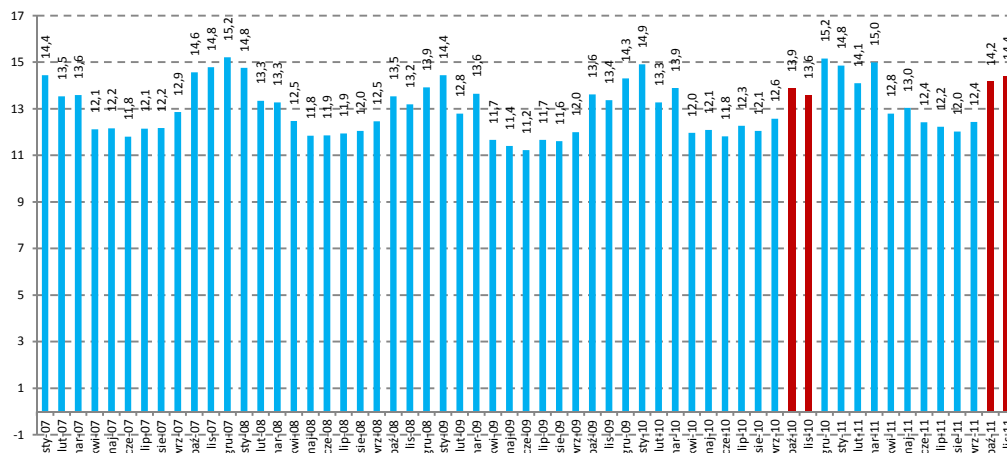
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Cena węgla [PLN/GJ]**


Zarówno ceny węgla ze śląska jak i z Bogdanki, w przeliczeniu na GJ, utrzymują się znacznie poniżej cen ARA/Rosja Baltic (fakt ten dodatkowo potęguje słaby PLN). Obecnie na 1 GJ z Bogdanki trzeba zapłacić ok. 10,7 PLN. W przypadku węgla ze śląska jest to 12,6 PLN, ARA=16,5 PLN, Rosja=15,1 PLN.

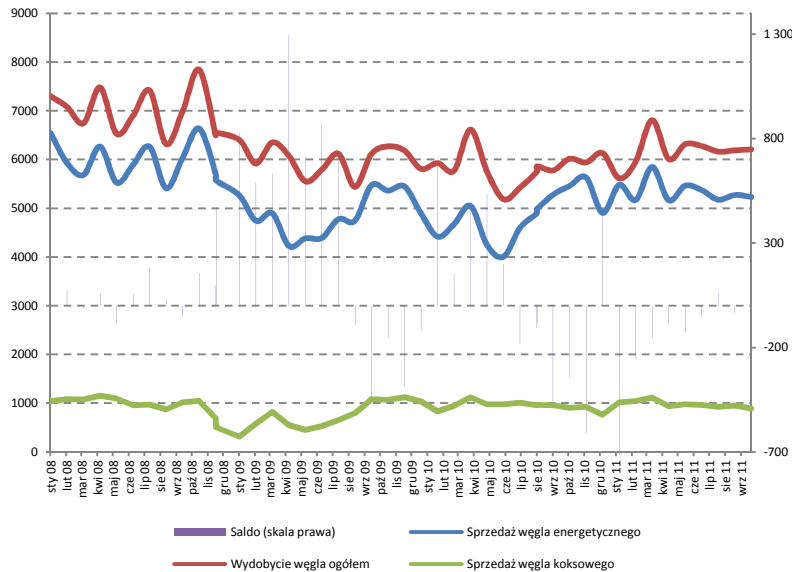
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

W Polsce wsparciem dla cen węgla jest rosnące produkcja prądu. Według danych PSE w listopadzie oraz październiku produkcja wyniosła odpowiednio 14 399 GWH oraz 14 157 GWH (+6% r/r i +2,1% r/r). W okresie styczeń – listopad 2011 produkcja była równa 147 402 GWH co oznacza wzrost o 3,6% r/r.

**Produkcja energii [tys. GWH]**


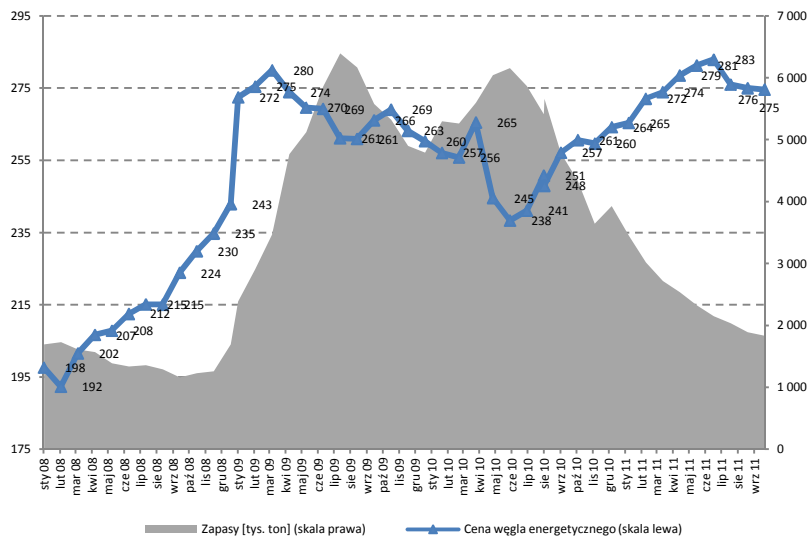
Źródło: DM BDM S.A., PSE

Wydobycie węgla kamiennego w 1-3Q'11 wyniosło w Polsce 55,974 mln ton i było niższe o 482 tys. ton w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. W przypadku węgla energetycznego wydobyte zmniejszyło się o prawie 300 tys. ton i wyniosło 47,44 mln ton. Tym samym w dalszym ciągu utrzymują się w Polsce sytuacja systematycznie zmniejszającego się wydobycia przy jednoczesnym zwiększonym zapotrzebowaniu na surowiec (kopalnie mocniej inwestują w nowe chodniki i sprzęt od 4Q'11/1Q'11; oczekujemy zatrzymania malejącej produkcji dopiero w 2012 roku). Sprzedaż węgla energetycznego wyniosła bowiem w 1-3Q'11 48,226 mln ton co oznacza wzrost w relacji do 1-3Q'10 o 3,7% (46,522 mln ton). Bezpośrednim motorem wzrostu sprzedaży był popyt wewnętrzny. Sprzedaż węgla do celów energetycznych w Polsce wzrosła o blisko 4,0 mln ton do poziomu 29,0 mln ton. W konsekwencji stan zapasów na koniec września na przykopalnianych zwałach wyniósł 1,834 mln ton i był niższy o 3,035 mln ton w porównaniu z wrześniem'10. Dodatkowo, mimo spadających cen węgla energetycznego w Europie, rosnąca konsumpcja węgla energetycznego w Polsce pozwala na utrzymanie cen steam na poziomach 275 – 280 PLN/t (śląscy producenci) oraz statusu importera netto (szacujemy import netto w 2011 roku na poziomie 6-9 mln ton).

**Wydobycie oraz sprzedaż węgla kamiennego o w Polsce [tys. ton]**


Wydobycie węgla kamiennego w 1-3Q'11 wyniosło w Polsce 55,974 mln ton i było niższe o 482 tys. ton w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. W dalszym ciągu utrzymujemy się w Polsce sytuacja systematycznie zmniejszającego się wydobycia przy jednoczesnym zwiększonym zapotrzebowaniu na surowiec (kopalnie mocniej inwestują w nowe chodniki i sprzęt od 4Q'11/1Q'11; oczekujemy zatrzymania malejącej produkcji dopiero w 2012 roku).

Źródło: DM BDM S.A., Ministerstwo Gospodarki

**Cena węgla energetycznego oraz zapasy**


W konsekwencji stan zapasów na koniec września na przykopalnianych zwalach wyniósł 1,834 mln ton i był niższy o 3,035 mln ton w porównaniu z wrześniem '10. Dodatkowo, mimo spadających cen węgla energetycznego w Europie, rosnąca konsumpcja węgla energetycznego w Polsce pozwala na utrzymanie cen steam na poziomach 275 – 280 PLN/t (śląscy producenci) oraz statusu importera netto (szacujemy import netto w 2011 roku na poziomie 6-9 mln ton).

Źródło: DM BDM S.A., Ministerstwo Gospodarki

## DANE FINANSOWE

## Bilans [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	2 164	2 663	3 116	3 301	3 338	3 283	3 232	3 210	3 217	3 236	3 250	3 271
Wartości niematerialne i prawne	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Rzeczowe aktywa trwałe	2 101	2 599	3 047	3 226	3 257	3 196	3 138	3 111	3 112	3 124	3 133	3 147
Pozostałe aktywa trwałe	52	53	59	65	71	77	83	89	95	101	107	113
Aktywa obrotowe	664	428	369	643	829	960	1 063	1 132	1 250	1 353	1 449	1 540
Zapasy	61	69	82	116	143	146	149	151	155	158	161	164
Należności krótkoterminowe	127	230	237	282	346	353	360	368	375	382	390	397
Inwestycje krótkoterminowe	472	130	50	244	340	461	555	613	721	813	899	979
Aktywa razem	2 828	3 091	3 485	3 944	4 167	4 244	4 295	4 342	4 467	4 588	4 700	4 811
Kapitał (fundusz) własny	1 969	2 065	2 342	2 589	2 815	2 929	3 050	3 168	3 277	3 378	3 469	3 559
Kapitał (fundusz) podstawowy	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301	301
Kapitał (fundusz) zapasowy i rezerwowany	1 659	1 754	2 031	2 278	2 505	2 618	2 740	2 857	2 967	3 067	3 158	3 248
Kapitały mniejszości	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Zysk netto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	859	1 026	1 143	1 356	1 352	1 315	1 245	1 175	1 190	1 210	1 231	1 252
Rezerwy na zobowiązania	150	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156
Zobowiązania długoterminowe	439	513	620	758	666	676	596	516	521	531	542	552
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	189	228	235	393	481	491	501	511	521	531	542	552
Oprocentowane	250	285	385	365	185	185	95	5	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	270	357	367	443	530	484	493	503	513	524	534	544
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	270	301	311	387	474	484	493	503	513	524	534	544
Oprocentowane	0	56	56	56	56	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	2 828	3 091	3 485	3 944	4 167	4 244	4 295	4 342	4 467	4 588	4 700	4 811

## Rachunek zysków i strat [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody netto ze sprzedaży	1 230	1 322	1 869	2 243	2 750	2 805	2 861	2 919	2 977	3 037	3 095	3 155
Koszty sprzedanych produktów, tow. i mat.	821	1 034	1 322	1 454	1 795	1 871	1 933	2 000	2 075	2 158	2 246	2 332
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	410	288	546	789	955	934	929	919	902	879	849	823
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	106	116	131	146	166	169	172	176	179	183	186	190
Zysk (strata) na sprzedaży	304	172	416	643	790	765	757	743	722	696	662	633
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-27	0	-13	-13	-13	-13	-13	-14	-14	-14	-14	-14
EBITDA	415	355	664	912	1 070	1 066	1 060	1 050	1 037	1 020	997	969
EBIT	276	171	402	629	776	752	743	729	709	682	649	620
Saldo działalności finansowej	12	6	-17	-16	-6	4	12	20	25	29	33	37
Zysk (strata) brutto	288	178	386	613	770	756	755	749	734	712	682	657
Zysk (strata) netto	230	143	312	496	624	612	612	607	595	576	552	532

## Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	368	308	577	931	1 003	936	938	937	932	924	911	892
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-597	-694	-714	-467	-330	-259	-264	-299	-334	-356	-363	-370
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	19	43	57	-270	-577	-555	-580	-579	-490	-476	-461	-442
Przepływy pieniężne netto	-210	-342	-80	195	96	121	93	59	108	92	86	80
Środki pieniężne na początek okresu	682	472	130	50	244	340	461	555	613	721	813	899
Środki pieniężne na koniec okresu	472	130	50	244	340	461	555	613	721	813	899	979

Źródło: DM BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody zmiana r/r	10,0%	7,4%	41,4%	20,0%	22,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	12,7%	-14,5%	87,3%	37,4%	17,3%	-0,3%	-0,6%	-0,9%	-1,3%	-1,6%	-2,2%	-2,8%
EBIT zmiana r/r	22,0%	-38,1%	135,0%	56,5%	23,3%	-3,2%	-1,1%	-1,8%	-2,8%	-3,8%	-4,9%	-4,5%
zmiana zysku netto	20,6%	-37,7%	117,7%	58,9%	25,7%	-1,9%	-0,1%	-0,8%	-2,0%	-3,1%	-4,2%	-3,7%
Marża brutto na sprzedaży	33,3%	21,8%	29,2%	35,2%	34,7%	33,3%	32,5%	31,5%	30,3%	28,9%	27,4%	26,1%
Marża EBITDA	33,7%	26,8%	35,5%	40,7%	38,9%	38,0%	37,0%	36,0%	34,8%	33,6%	32,2%	30,7%
Marża EBIT	22,5%	13,0%	21,5%	28,1%	28,2%	26,8%	26,0%	25,0%	23,8%	22,5%	21,0%	19,6%
Marża brutto	23,4%	13,4%	20,6%	27,3%	28,0%	26,9%	26,4%	25,7%	24,7%	23,4%	22,0%	20,8%
Marża netto	18,7%	10,9%	16,7%	22,1%	22,7%	21,8%	21,4%	20,8%	20,0%	19,0%	17,8%	16,9%
COGS / Przychody	66,7%	78,2%	70,8%	64,8%	65,3%	66,7%	67,5%	68,5%	69,7%	71,1%	72,6%	73,9%
SG&A / Przychody	8,6%	8,8%	7,0%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
SG&A / COGS	12,9%	11,2%	9,9%	10,1%	9,2%	9,0%	8,9%	8,8%	8,6%	8,5%	8,3%	8,2%
ROE	11,7%	6,9%	13,3%	19,2%	22,2%	20,9%	20,1%	19,2%	18,1%	17,1%	15,9%	14,9%
ROA	8,1%	4,6%	9,0%	12,6%	15,0%	14,4%	14,2%	14,0%	13,3%	12,6%	11,8%	11,1%
Dług	250,00	341,00	441,00	421,00	241,00	185,00	95,00	5,00	0,00	0,00	0,00	0,00
D/(D+E)	10,1%	8,8%	11,0%	12,7%	10,7%	5,8%	4,4%	2,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	9,7%	8,8%	10,8%	12,6%	11,2%	6,0%	4,5%	2,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	4,3%	3,7%	-4,1%	-2,6%	-0,8%	0,6%	1,6%	2,7%	3,6%	4,3%	5,1%	6,0%
Dług / Kapitał własny	12,7%	16,5%	18,8%	16,3%	8,6%	6,3%	3,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-222,10	211,21	391,49	176,69	-99,20	-276,30	-459,55	-608,19	-720,76	-812,81	-898,94	-978,91
Dług netto / Kapitał własny	-11,3%	10,2%	16,7%	6,8%	-3,5%	-9,4%	-15,1%	-19,2%	-22,0%	-24,1%	-25,9%	-27,5%
Dług netto / EBITDA	-53,6%	59,6%	59,0%	19,4%	-9,3%	-25,9%	-43,4%	-57,9%	-69,5%	-79,7%	-90,2%	-101,0%
Dług netto / EBIT	-80,3%	123,4%	97,3%	28,1%	-12,8%	-36,8%	-61,8%	-83,4%	-101,7%	-119,1%	-138,6%	-158,0%
EV	3 451	3 885	4 065	3 850	3 574	3 397	3 214	3 065	2 953	2 861	2 775	2 695
Dług / EV	7,2%	8,8%	10,8%	10,9%	6,7%	5,4%	3,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	54,7%	53,2%	37,9%	20,5%	11,8%	9,0%	9,0%	10,0%	11,0%	11,5%	11,5%	11,5%
CAPEX / Amortyzacja	487,6%	383,5%	270,8%	163,0%	110,4%	80,6%	81,6%	91,3%	100,2%	103,7%	102,6%	104,1%
Amortyzacja / Przychody	11,2%	13,9%	14,0%	12,6%	10,7%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	11,1%	11,2%	11,1%
Zmiana KO / Przychody	6,0%	-5,6%	-0,9%	-0,3%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	66,3%	-80,8%	-3,0%	-2,1%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
MC/S	3,3	12,5	12,9	10,3	12,4	3,0	11,9	13,5	12,9	8,1	2,8	7,9
P/E	16,0	25,6	11,8	7,4	5,9	6,0	6,0	6,1	6,2	6,4	6,7	6,9
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
P/CE	10,0	11,2	6,4	4,7	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1	4,2
EV/EBITDA	8,3	11,0	6,1	4,2	3,3	3,2	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
EV/EBIT	12,5	22,7	10,1	6,1	4,6	4,5	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3
EV/S	2,8	2,9	2,2	1,7	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
BVPS	57,9	60,7	68,9	76,1	82,8	86,1	89,7	93,1	96,4	99,3	102,0	104,6
EPS	6,8	4,2	9,2	14,6	18,3	18,0	18,0	17,8	17,5	16,9	16,2	15,6
CEPS	10,8	9,6	16,9	22,9	27,0	27,2	27,3	27,3	27,1	26,9	26,5	25,9
FCFPS	-7,0	-13,4	-4,0	9,5	17,4	19,7	19,4	18,2	16,8	15,9	15,2	14,3
DPS	0,0	1,4	1,3	7,3	11,7	14,7	14,4	14,4	14,3	14,0	13,6	13,0
Payout ratio	0,0%	20,7%	30,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: DM BDM S.A.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

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

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

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

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

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

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

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

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	121,50	trzymaj	112,10	12.01.2011	109,00	38 033
trzymaj	112,10	akumuluj	105,90	03.11.2011	113,00	41 068
akumuluj	105,90	akumuluj	124,60	05.08.2011	93,00	43 695
akumuluj	124,60	akumuluj	140,30	26.05.2011	113,30	49 243
akumuluj	140,30	akumuluj	119,20	11.04.2011	126,00	49 870
akumuluj	119,20	akumuluj	88,50	17.11.2010	106,50	46 456
akumuluj	88,50	akumuluj	-	13.09.2010	82,20	42 167

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'11:**

Kupuj	0	0%
Akumuluj	2	100%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**Kluczule:**

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 12.01.2012 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 17.01.2012 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

**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 znacznie 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.