

Życie jest feudalne?

Podtrzymujemy naszą rekomendację TRZYMAJ i podnosimy cenę docelową do 58 PLN. Z jednej strony bieżąca sytuacja spółki implikuje mocne wyniki i wysokie wolne przepływy (10% kapitalizacji). Z drugiej strony rosnąca koncentracja klientów, sprzedaż Połanica przez Engie i zaangażowanie Enei w KHW rodzi ryzyko co do cen, wolumenów i podziału zysku.

Węgiel energetyczny: ceny w ARA +40%; w Polsce spadki r/r i restrukturyzacja

Ceny węgla energetycznego w ARA wzrosły od minimum już o 40%. Wynika to ze spadku produkcji w Chinach (-10% r/r w 1H, czyli o 175 mln ton) i spadku eksportu z Indonezji. W Polsce na razie nie ma to przełożenia (ceny -10-15% r/r), ze względu na minimum roczne opóźnienie. Cały czas trwa restrukturyzacja, która pewnie zakończy się spadkiem wydobycia docelowo do ok. 65 mln ton. W 2017 r. oczekujemy poprawy ceny węgla w Polsce o 3-5% r/r.

Mocna sytuacja fundamentalna z EBITDA ok. 550 mln PLN

Stabilne wydobycie na poziomie 8,5 mln ton przy koszcie wydobycia 140 PLN/t i CAPEX 320 mln PLN oznaczają dla spółki EBITDA 550 mln PLN i FCF 180 mln PLN (10% kapitalizacji). Stabilna, powtarzalna sytuacja połączona z rosnącymi cenami węgla na świecie wygląda zachęcająco, ale...

Ceny i wolumen - ryzyka

Rośnie koncentracja sprzedaży do Enei (48% w 1H16 z 40% w 2014) i Engie. Potencjalna sprzedaż elektrowni Połanica do czeskiego EPH oznacza ryzyko dla wolumenu na poziomie do 2 mln ton (mogą tu pomóc Kozienice). Jeżeli chodzi o odbicie cen to (i) kontrakty zawierane na rok odzwierciedlą mocniejszy ruch w ARA dopiero w 2018 r.; (ii) ceny Bogdanki spadły znacznie mniej niż ARA i polski rynek; powrót do historycznych różnic może w znacznej mierze zmitigować widoczne obecnie wzrosty cen węgla.

Kto zbierze owoce soczystego bilansu?

Bogdanka generuje silne przepływy i DN/EBITDA obecnie spadł do 0,4x. Otwiera to teoretycznie przestrzeń do wysokich dywidend, jednak w tym roku spółka całkowicie zrezygnowała z wypłaty. Obawiamy się, że Bogdanka może wesprzeć, na przykład pożyczką, Grupę Enea przy transakcji KHW/PHW (taki konserwatywny scenariusz zakładamy - obniża wycenę o 7 PLN/akcję). Wtedy DN/EBITDA mógłby wzrosnąć do 1x i powrót do dywidendy rzędu 2,5-3 PLN/akcję byłby w 2017 r.

Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ i podnosimy cenę docelową do 58 PLN.

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	2 014	1 885	1 715	1 663	1 713
EBITDA	750	686	572	552	572
EBIT	362	-326	215	208	226
Zysk netto	273	-280	163	149	167
P/E	14,5	nm	11,9	13,0	11,6
P/BV	1,6	1,1	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	5,2	2,3	3,8	4,5	4,1
EPS	8,02	-8,23	4,79	4,38	4,90
DPS	3,50	0,00	2,40	2,63	2,94
FCF	-	-	210	192	204
CAPEX	878	311	320	320	320

P - Prognozy DM PKO BP
mln PLN

Informacje

Kurs akcji (PLN)	56,99
Upside	2%
Liczba akcji (mn)	34,01
Kapitalizacja (mln PLN)	1 938,43
Free float	34%
Free float (mln PLN)	659,07
Free float (mln USD)	169,66
EV (mln PLN)	2 190,88
Dług netto (mln PLN)	252,44

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

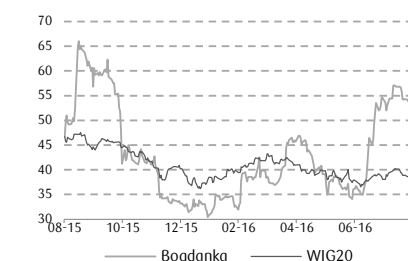
Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Enea SA	66,00
-	-
-	-
-	-

Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	11-04-16 39,00
Trzymaj	04-09-15 49,60

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	1,0%	4,6%
3 miesiące	-3,4%	45,7%
6 miesięcy	-2,6%	78,7%
12 miesięcy	-17,1%	32,5%
Min 52 tyg. PLN		30,39
Max 52 tyg. PLN		66,04
Średni dzienny obrót mln PLN		-

Analitik

Artur Iwański, CFA
+48 22 521 79 31
artur.iwanski@pkobp.pl

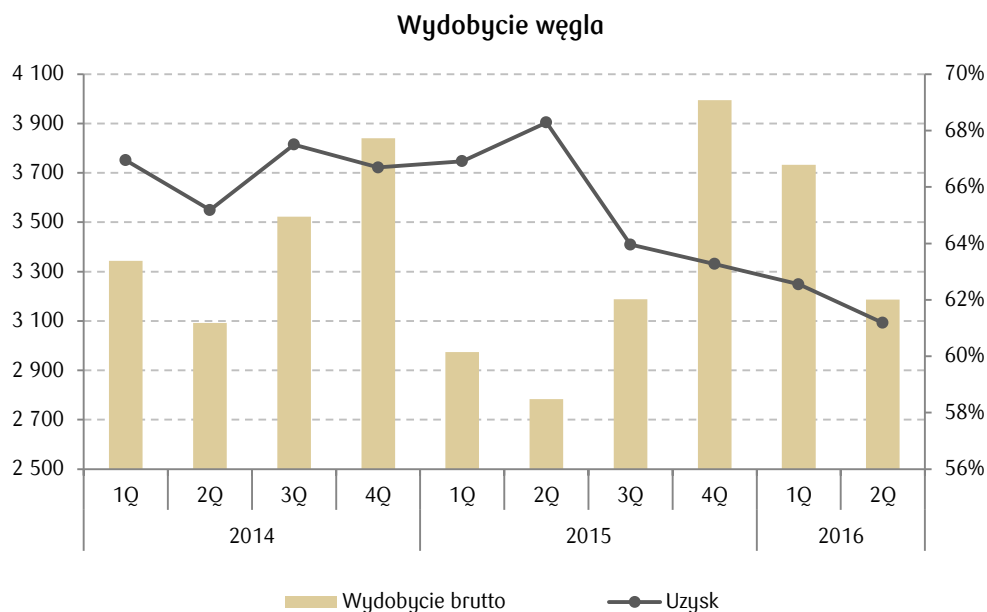
Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Argumenty inwestycyjne

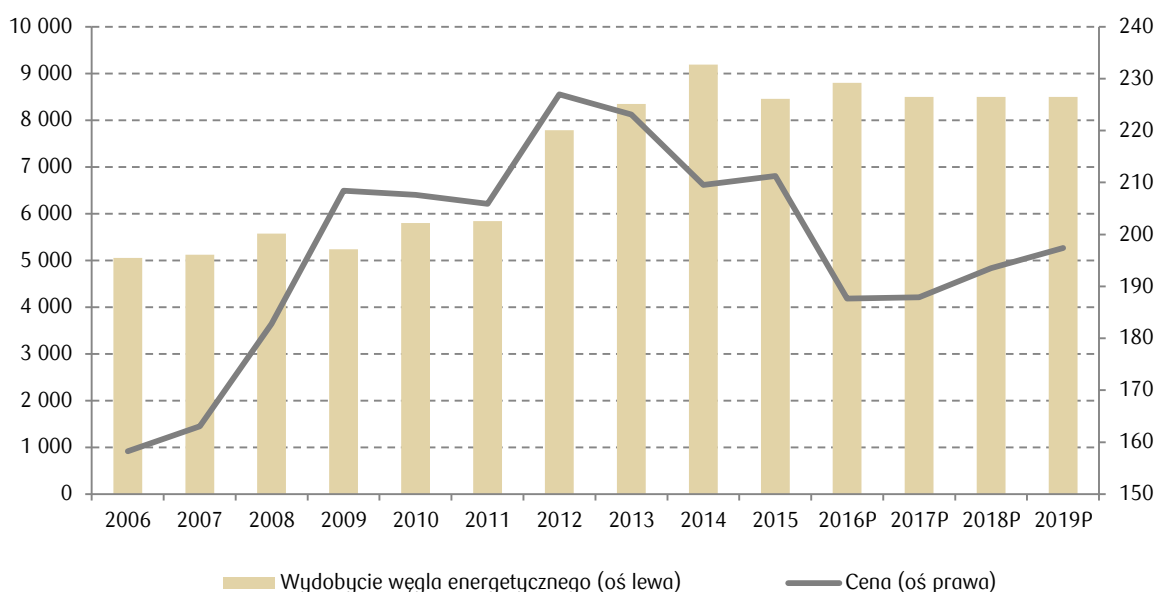
Mocna sytuacja fundamentalna z EBITDA ok. 550 mln PLN

Stabilne wydobycie na poziomie 8,5 mln ton przy koszcie wydobycia 140 PLN/t i CAPEX 320 mln PLN oznaczają dla spółki EBITDA 550 mln PLN i FCF 180 mln PLN (10% kapitalizacji). Stabilna, powtarzalna sytuacja połączona z rosnącymi cenami węgla na świecie wygląda zachęcająco, ale dostrzegamy szereg istotnych ryzyk.



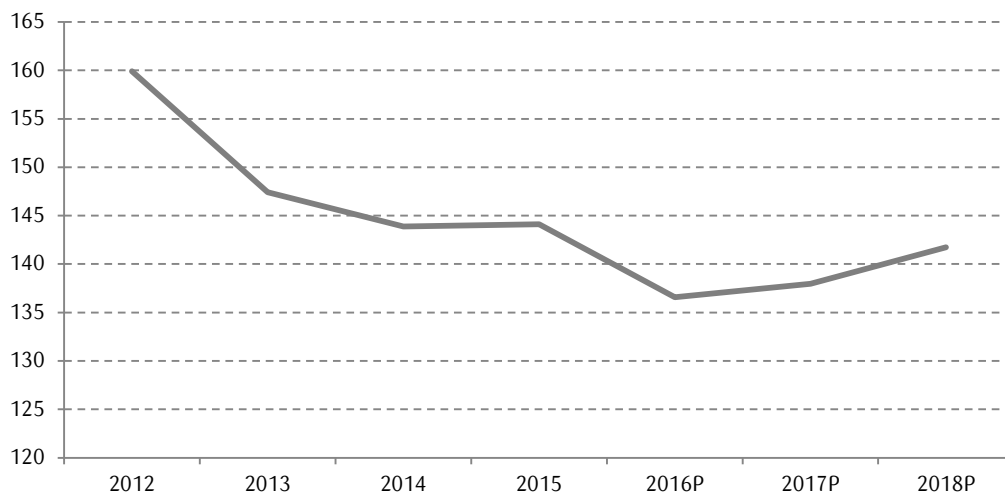
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: wydobycie węgla energetycznego (tys. ton) i cena (PLN/t)



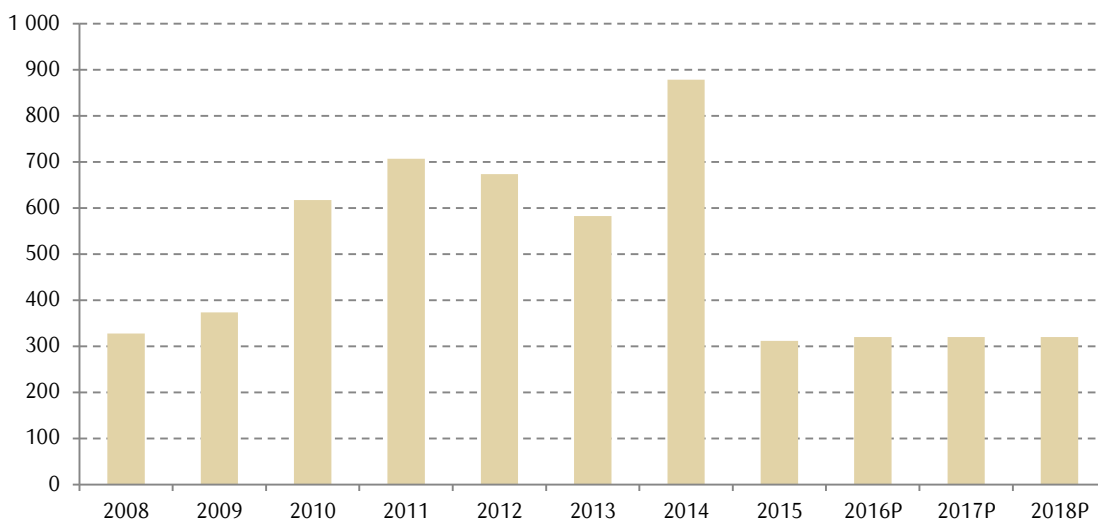
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: jednostkowy gotówkowy koszt wydobycia (PLN/t)



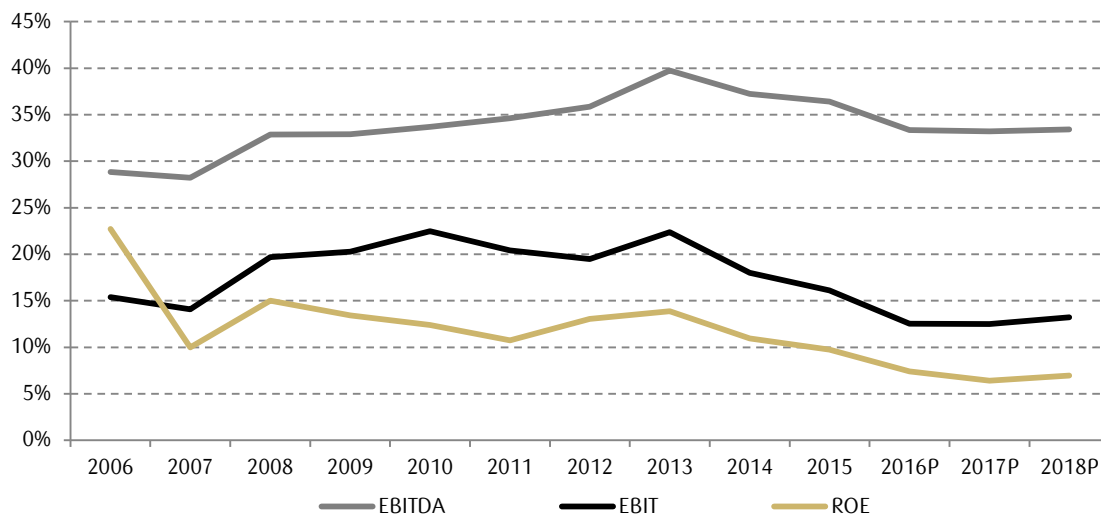
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: CAPEX (mln PLN)



Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: marże i rentowność



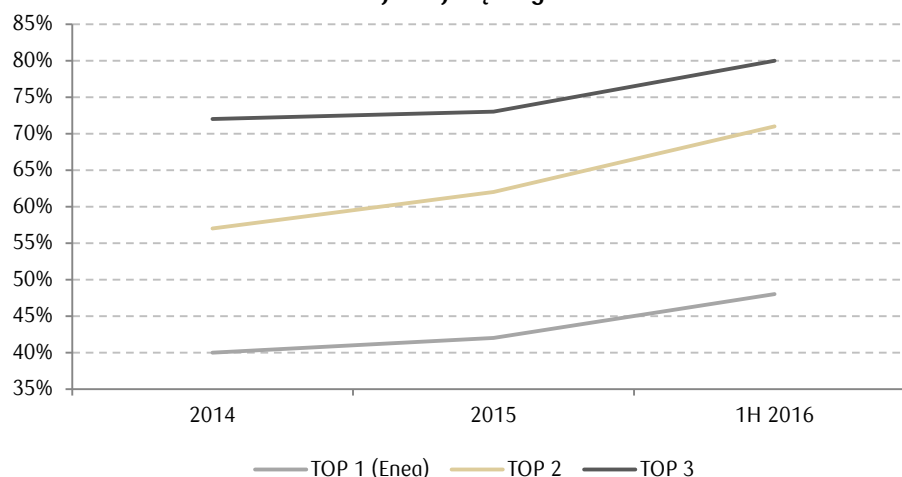
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Ceny i wolumen - ryzyka

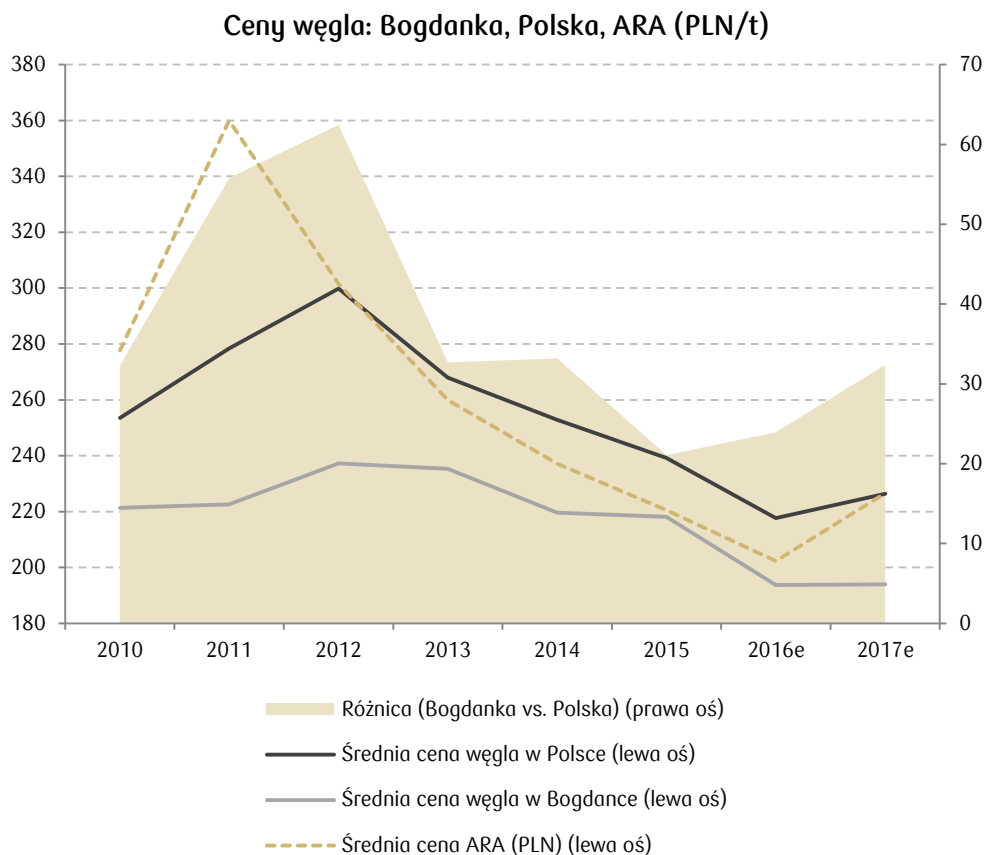
Rośnie koncentracja sprzedaży do Enei (48% w 1H16 z 40% w 2014) i Engie. Potencjalna sprzedaż elektrowni Połaniec do czeskiego EPH oznacza ryzyko dla wolumenu na poziomie do 2 mln ton. Mogą tu pomóc Kozienice, które mimo opóźnienia pewnie rozpoczną produkcję w 2018 r. i mogłyby kupować od Bogdanki 1,6 mln ton, ale dalej zwiększy to już i tak olbrzymią koncentrację.

Jeżeli chodzi o odbicie cen to (i) kontrakty zawierane na rok odzwierciedlą mocniejszy ruch w ARA dopiero w 2018 r.; (ii) ceny Bogdanki spadły znacznie mniej niż ceny ARA i ceny na polskim rynku; powrót do historycznych różnic może w znacznej mierze zmitygować widoczne obecnie wzrosty cen węgla.

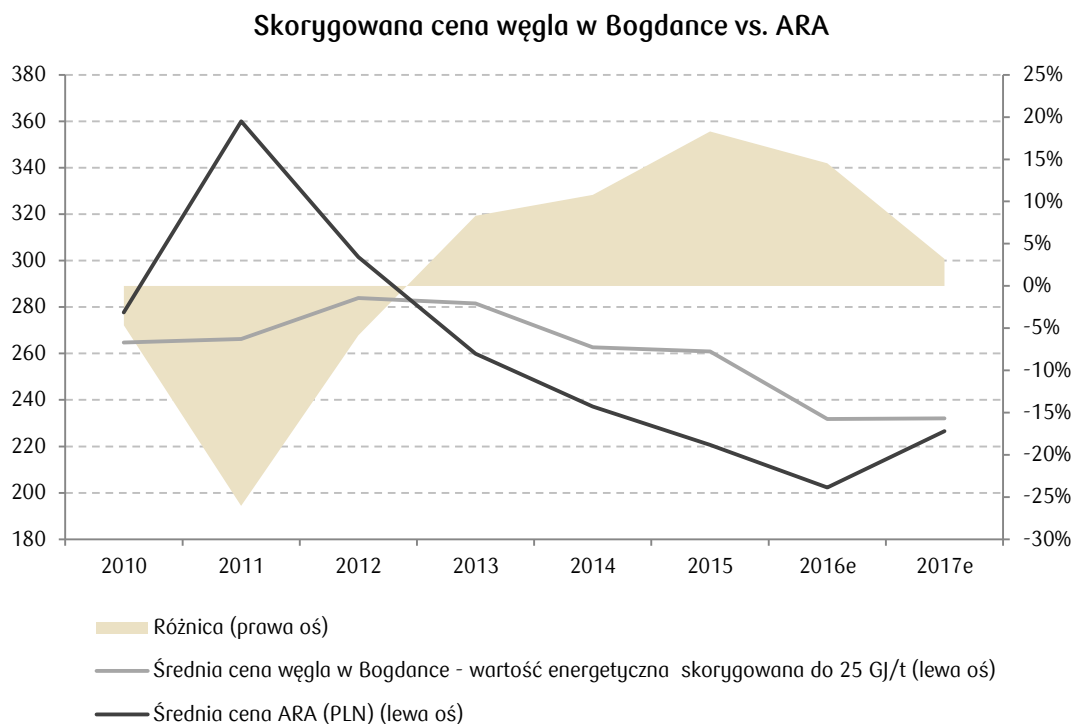
Koncentracja największych klientów



Źródło: Bogdanka, DM PKO BP



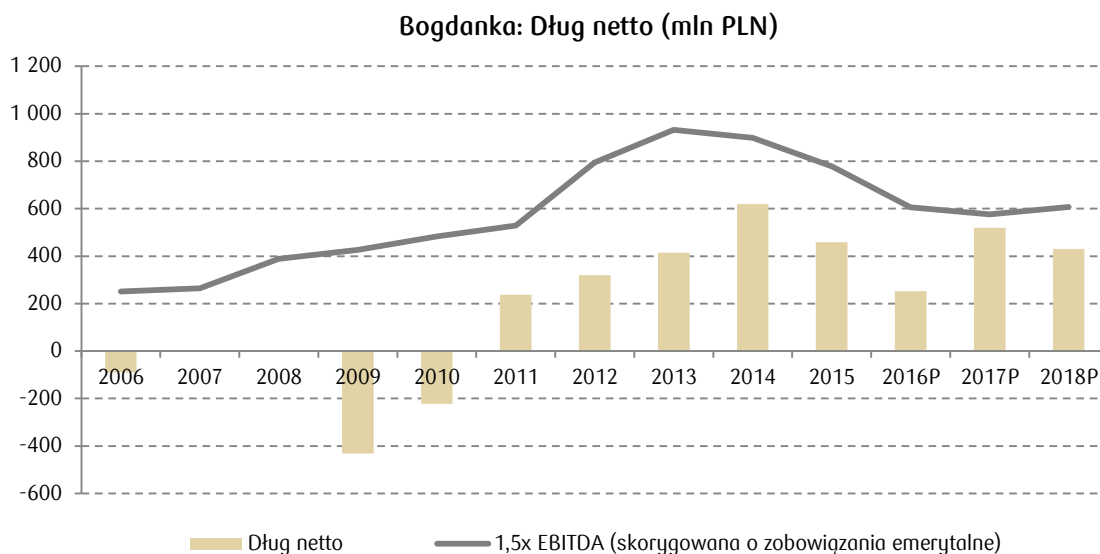
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP



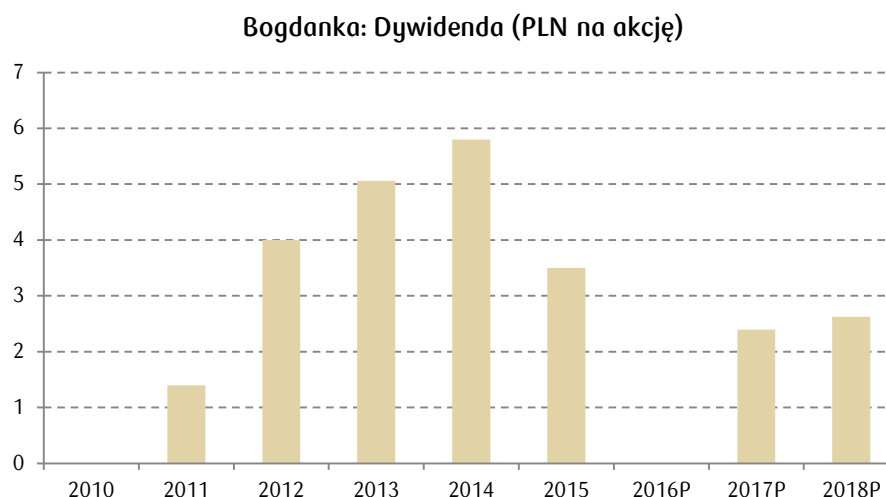
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Kto zbierze owoce soczystego bilansu?

Bogdanka generuje silne przepływy i DN/EBITDA obecnie spadł do 0,4x. Otwiera to teoretycznie przestrzeń do wysokich dywidend, jednak w tym roku spółka całkowicie zrezygnowała z wypłaty. Obawiamy się, że Bogdanka może wesprzeć, na przykład pożyczką, Grupę Enea przy transakcji KHW/PHW. Wtedy DN/EBITDA mógłby wzrosnąć do 1x i powrót do dywidendy rzędu 2,5-3 PLN/akcję byłby w 2017 r.



Źródło: Bogdanka, DM PKO BP



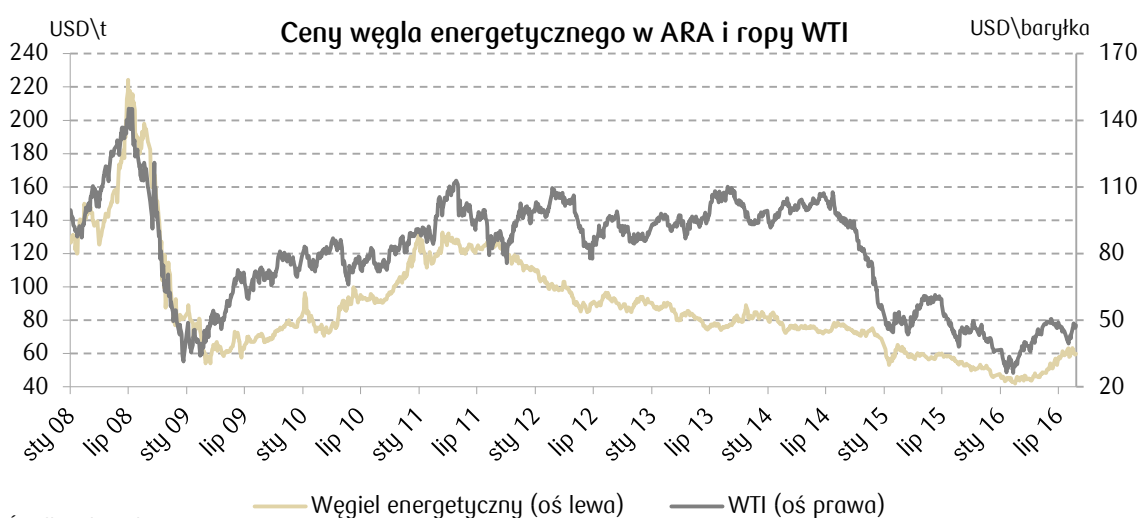
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Konserwatywnie dla wyceny zakładamy, że Enea (DN/EBITDA 1,7x i będzie rósł do 2,5x na koniec 2016 r.) zaangażuje się na kwotę 350 mln PLN w PHW (podmiot, który przejmie kopalnie KHW), a Bogdanka pomoże sfinansować tę inwestycję pożyczając pieniądze. Zwiększamy (korygujemy) dług netto Bogdanki o 350 mln PLN, ale uwzględniamy hipotetyczne odsetki od tej transakcji w działalności operacyjnej - 13,7 mln PLN rocznie. Łącznie obniża to wycenę spółki o 240 mln PLN, czyli 7 PLN/akcję.

Jest to jedno z głównych źródeł ryzyka i naszym zdaniem warto wstrzymać się z inwestycją w Bogdankę właśnie do czasu jego pełnego wyjaśnienia.

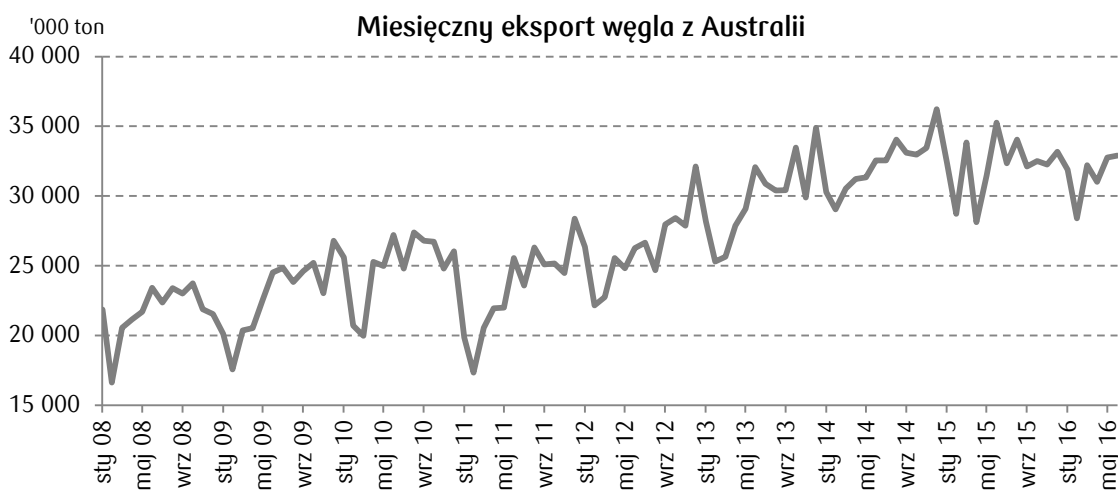
Węgiel energetyczny: ceny w ARA +40%; w Polsce spadki r/r i restrukturyzacja

Ceny węgla energetycznego w ARA wzrosły od minimum już o 40%. Wynika to ze spadku produkcji w Chinach (-10% r/r w 1H, czyli o 175 mln ton) i spadku eksportu z Indonezji. W Polsce na razie nie ma to przełożenia (ceny -10-15% r/r), ze względu na minimum roczne opóźnienie. Cały czas trwa restrukturyzacja, która pewnie zakończy się spadkiem wydobycia do ok. 65 mln ton. Poprawy ceny w Polsce oczekujemy od 2017 r.

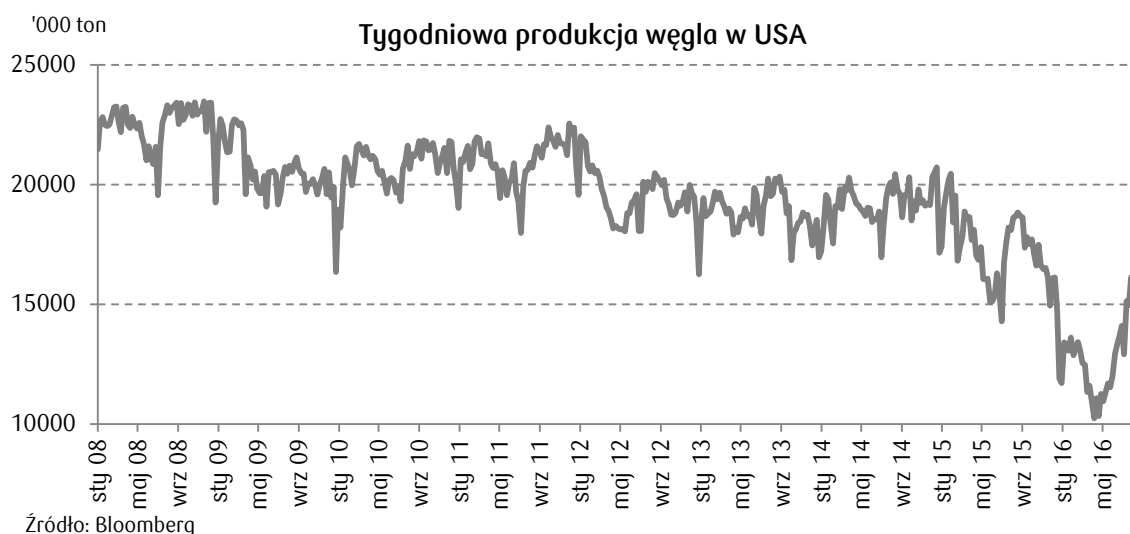


Źródło: Bloomberg

Produkcja i eksport węgla z Australii utrzymują się na wysokim poziomie. Z drugiej strony najdotkliwiej obecną sytuację odczuli producenci w USA i tu kilku dużych producentów ogłosiło bankructwo. Jednak dzięki poprawie ceny po dużych spadkach widać ponownie wzrost produkcji.

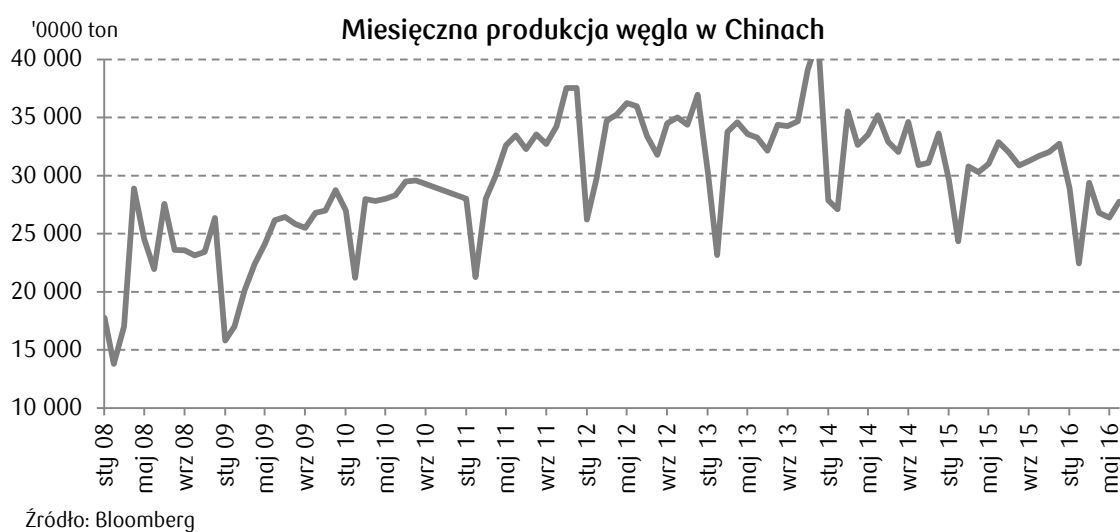


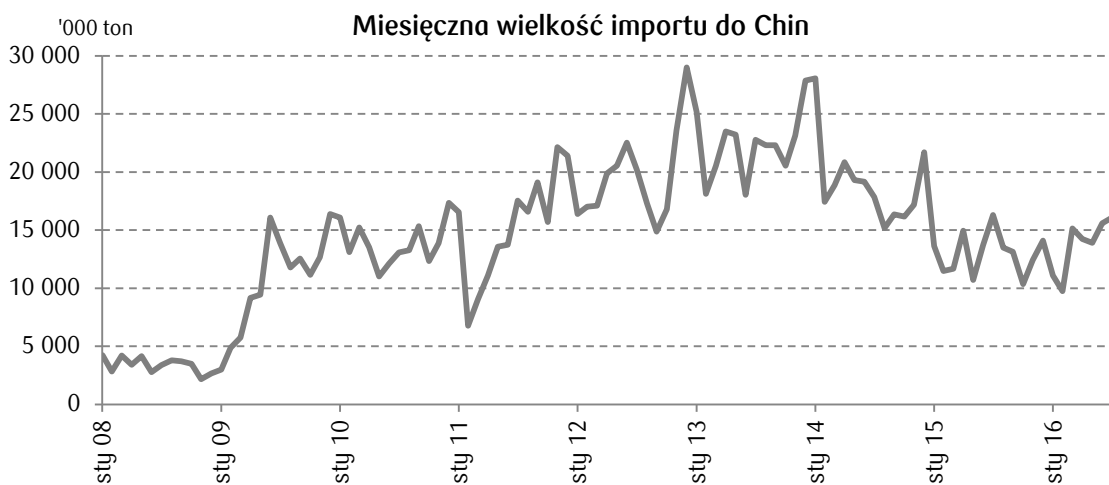
Źródło: Bloomberg



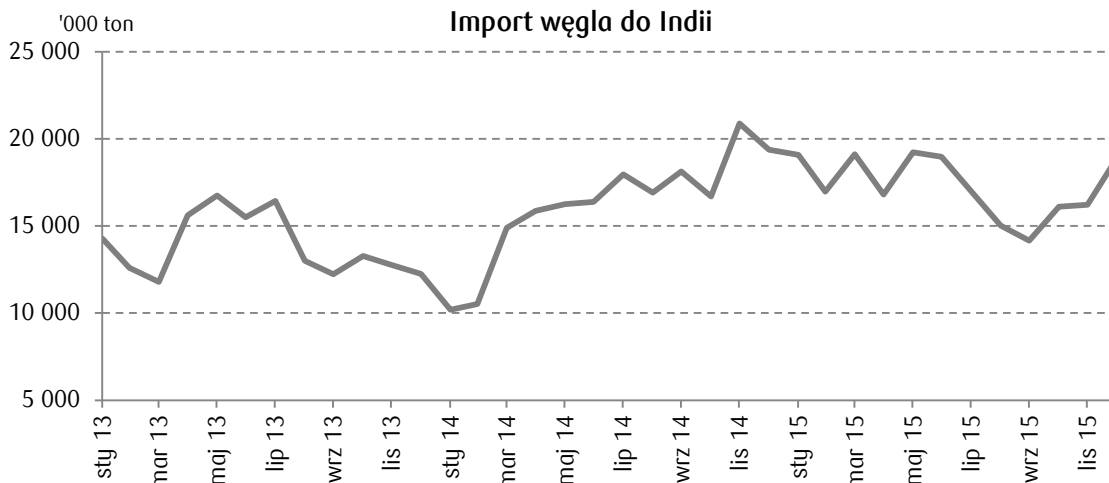
Kluczem do globalnego rynku są jednak Chiny i Indie. W pierwszym przypadku w ramach programu rządowego (spadek o 500 mln ton w 2-3 lata) mocno ograniczana jest produkcja. W samej 1H wydobywcie spadło o 10%, czyli o 175 mln ton, do 1,62 mld ton. Pozwoliło to ustabilizować spadający import i zmniejszyło presję na światowy rynek węgla. W przypadku Indii mamy do czynienia z mocnym importem, ale zagrożeniem jest planowany silny wzrost produkcji lokalnej. Zastąpienie importu przez własne wydobywcie w Indiach jest jednym z głównych czynników ryzyka dla rynku węgla w średnim terminie.

Dodatkowo, Indonezja, największy eksporter węgla, notuje ostatnio spadki eksportu, co wpływa na zmniejszenie podaży na rynku morskim (seaborne).

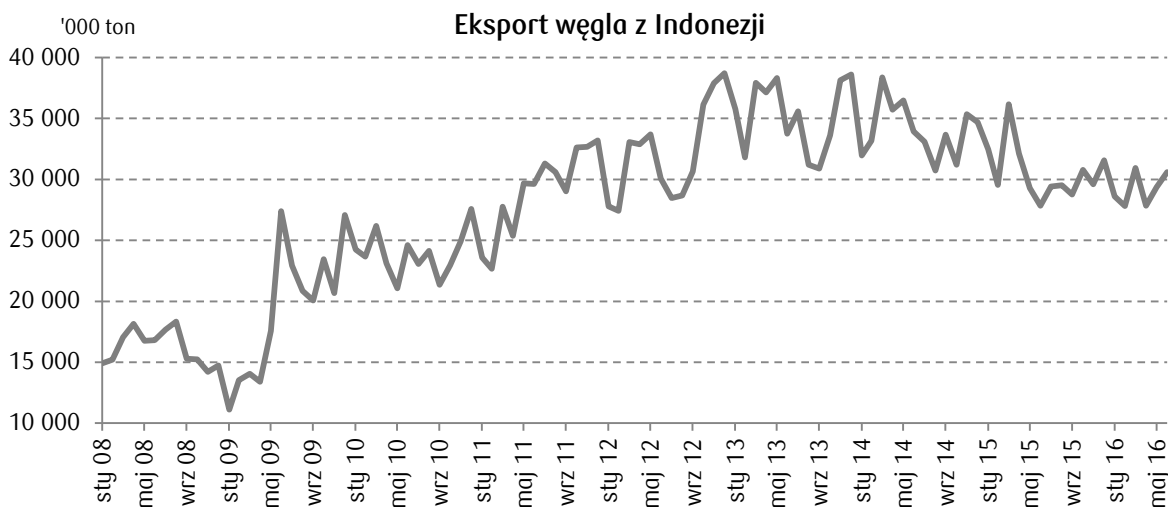




Źródło: Bloomberg

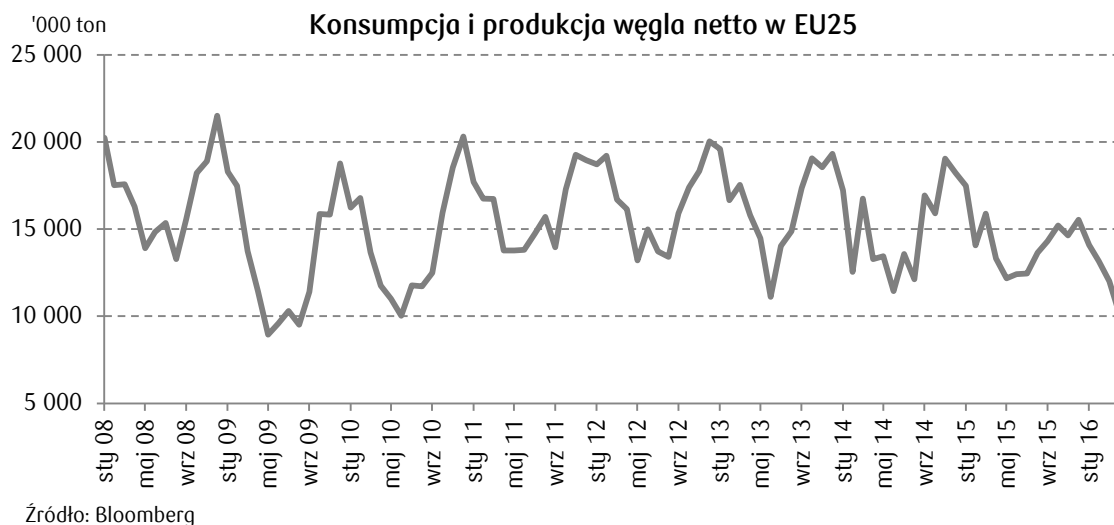
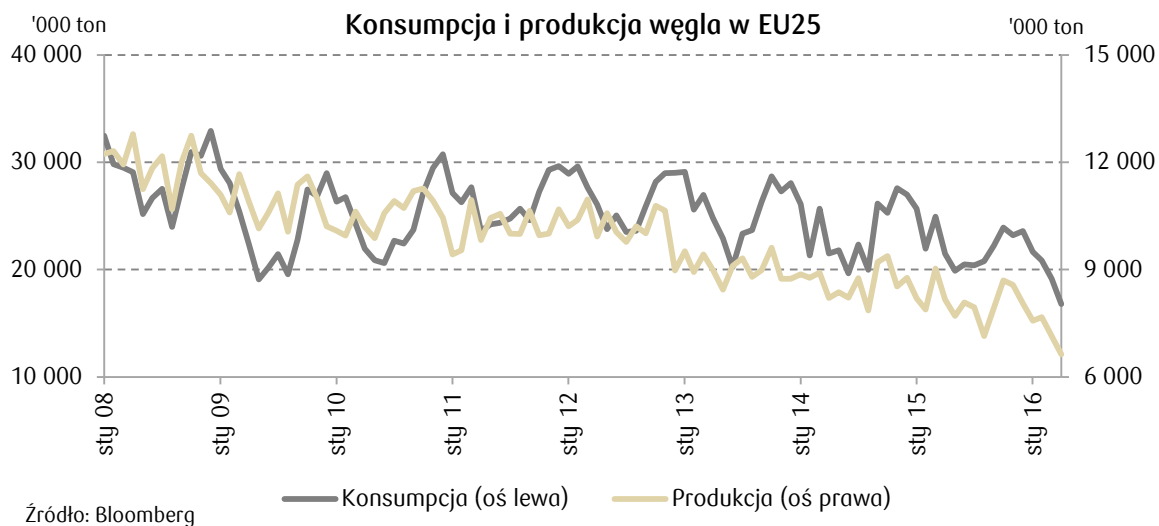


Źródło: Bloomberg



Źródło: Bloomberg

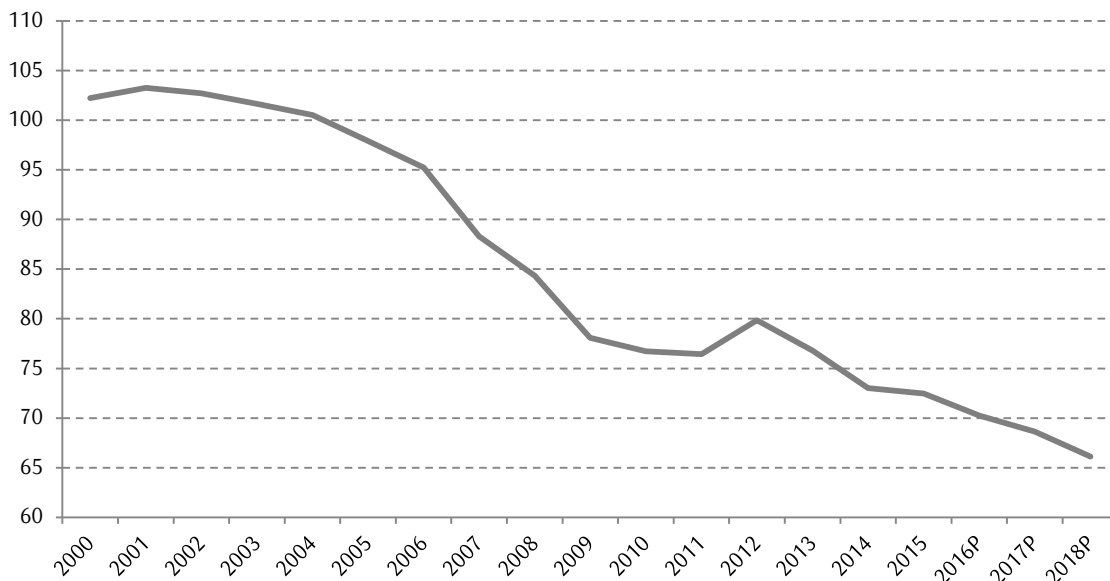
W UE mamy do czynienia z mocno spadkowym trendem produkcji i konsumpcji. Dodatkowo, od wielu lat widać stabilny poziom importu węgla.



Polska: w ¼ drogi

W kraju trwa restrukturyzacja. Powstała PGG, tworzy się PHW, zmienia się JSW. Kolejne kopalnie trafiają do SRK, która powoli je wygasza. Spada łączne zatrudnienie w górnictwie i prawdopodobnie zacznie spadać również wydobywanie. Zakładamy w 2016 r. spadek o 2% do 70 mln ton i kolejne 3-5% w 2018 r.

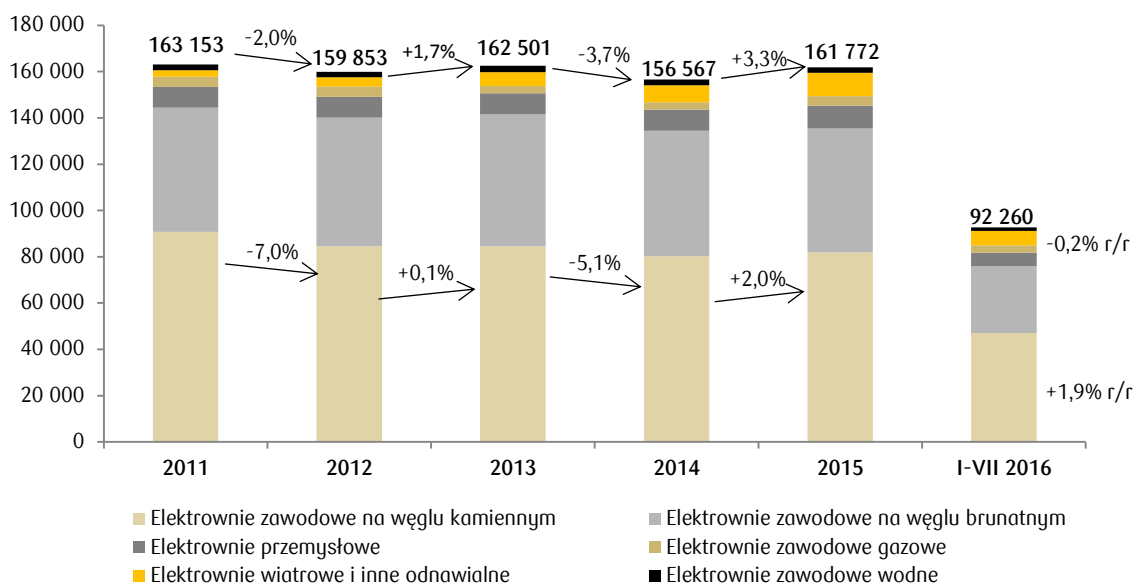
Produkcja węgla kamiennego w Polsce (mln ton)



Źródło: IEA, Bogdanka, Ministerstwo Gospodarki, prognozy DM PKO BP

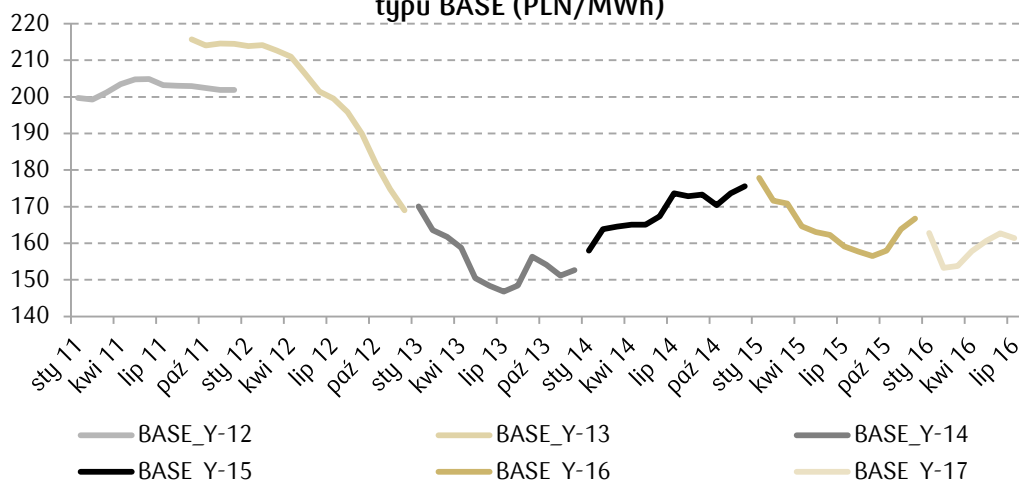
Z drugiej strony zakładamy wzrost popytu z elektrowni o jakieś 1-2% (w sty-lip +2% ze względu na remont w Bełchatowie) i spadek z ciepłowni ze względu na ciepłą zimę. Łączne zużycie powinno wzrosnąć około 1%.

Struktura produkcji energii elektrycznej w elektrowniach krajowych w latach 2011-2016 (GWh)



Źródło: Polskie Sieci Energetyczne

Ceny energii elektrycznej w rocznych kontraktach terminowych typu BASE (PLN/MWh)



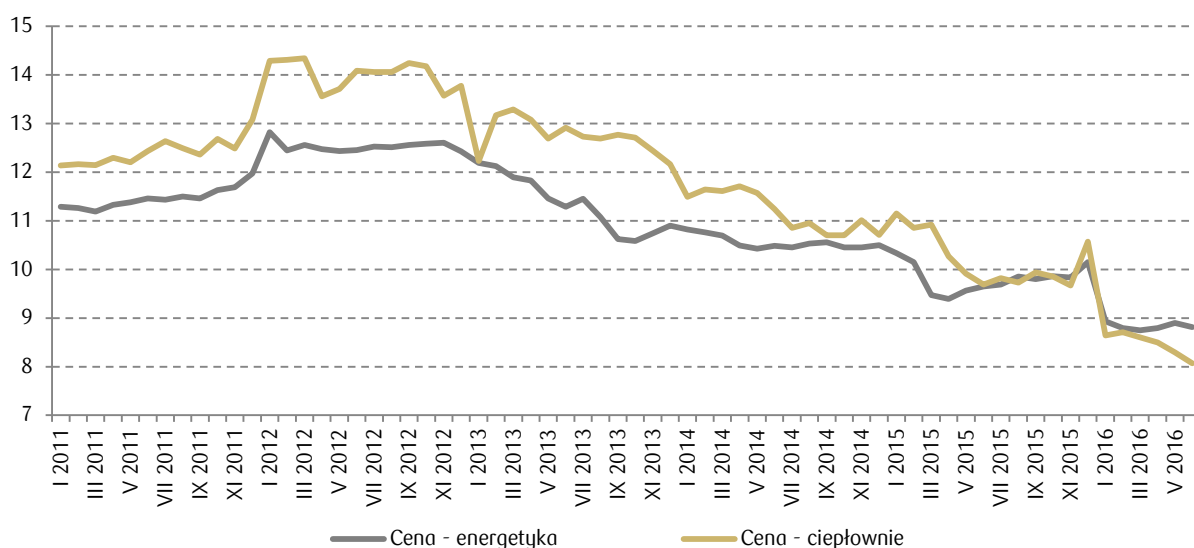
Źródło: TGE

Przez pierwsze półrocze produkcja nie zmieniła się r/r (34,4 mln ton), a sprzedaż spadła o 4% r/r (do 33,7 mln ton), czyli o 1,5 mln ton. Zapasy spadły o 0,6 mln ton do 5,2 mln ton. Natomiast ceny spadły o 10% dla energetyki i 17% dla ciepłowni.

Połączenie spadku wydobycia o 2%, mocny wzrost ceny w ARA i stabilny popyt oznaczają naszym zdaniem szansę na poprawę sytuacji w 2017 r.

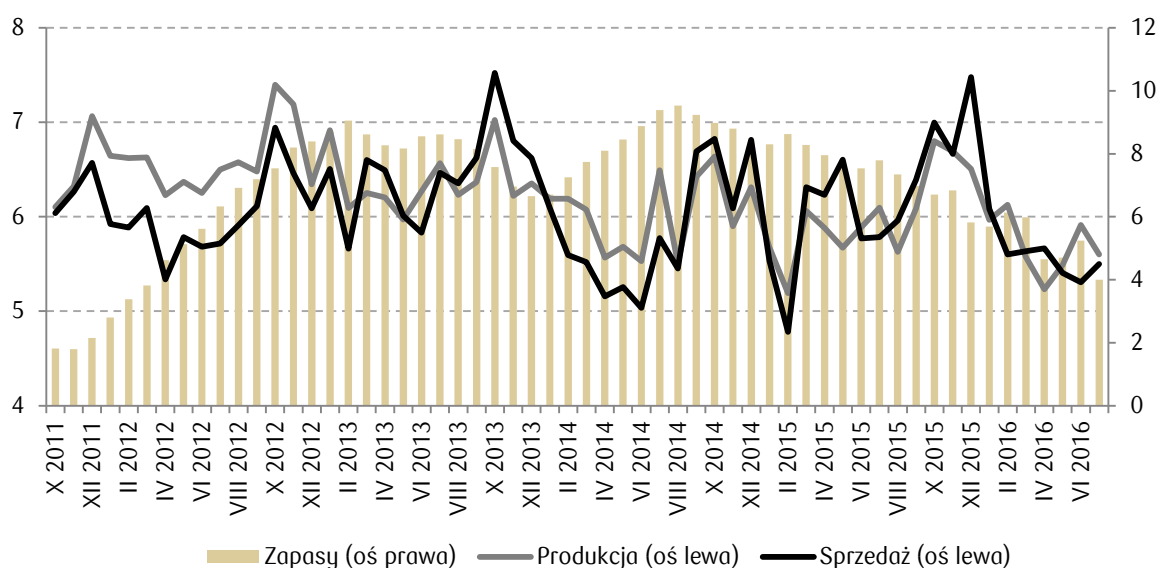
W związku z tym zakładamy na cały 2016 r. ceny niższe o 10% na poziomie 8,5 do 8,8 PLN/GJ, a w 2017 r. wzrost o 3-5% do 9,0-9,2 PLN/GJ.

Ceny węgla kamiennego w Polsce (PLN/GJ)



Źródło: polskirynekwegla.pl

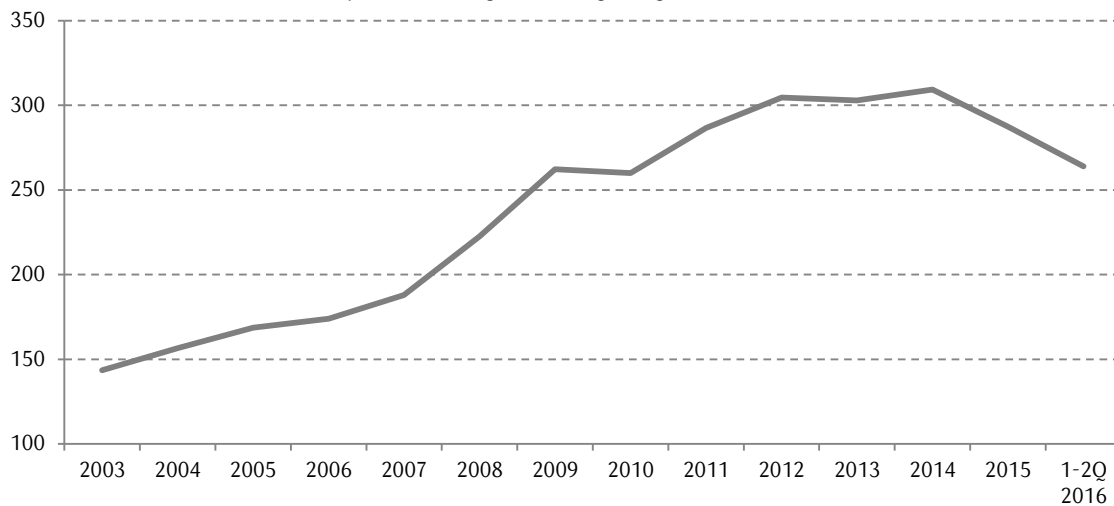
Produkcja, sprzedaż i zapasy węgla kamiennego w Polsce (mln ton)



Źródło: polskirynkwegla.pl

Na plus można odnotować pierwszy od wielu lat spadek jednostkowego kosztu produkcji węgla. Jest to efekt przeniesienia kilku najgorszych kopalni do SRK i zmniejszenia zatrudnienia w branży.

Średni jednostkowy koszt wydobycia PLN/t w Polsce



Źródło: Ministerstwo Gospodarki

Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając głównie spółki wydobywające węgiel.

Według naszych obliczeń cena docelowa Bogdanki to 58 PLN na akcję.

Model DCF

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P-2020P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności ceny węgla, nakłady inwestycyjne, wolumen wydobycia węgla, wzrost kosztów oraz pozycje bilansu.

Faza druga trwa od 2021P do prognozowanego końca życia kopalni. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,0% rocznie.

Bogdanka: Kluczowe założenia do wyceny

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	> 2020P
Cena węgla energetycznego w Bogdance (PLN/t)	220	218	194	194	200	204	208	210
Wolumen produkcji węgla (mln ton)	9,19	8,46	8,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5

Źródło: prognozy DM PKO BP

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,2x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%.

Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2016 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto) oraz odejmujemy wartość zobowiązania wobec pracowników, które głównie składa się ze zobowiązań emerytalnych (np. deputat węglowy).

Model DCF					
mIn PLN	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
EBIT	215,1	207,6	226,3	234,8	240,9
Stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	172,1	166,1	181,1	187,9	192,7
CAPEX	320,0	320,0	320,0	320,0	320,0
Amortyzacja	356,8	344,6	345,8	341,8	343,2
Zmiany w kapitale obrotowym	-0,9	-1,4	3,1	1,5	1,1
FCF	209,7	192,1	203,7	208,2	214,8
WACC	8,3%	7,9%	8,1%	8,2%	8,2%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,86	0,79	0,73
DFCF	0,0	178,0	174,6	164,9	157,3
Wzrost w fazie II	1,0%				
Suma DFCF - Faza I	674,8				
Suma DFCF - Faza II	1 905,3				
Wartość Firmy (EV)	2 580,1				
Dług netto	252,4				
Zobowiązania wobec pracowników	467,5				
Wartość godziwa	1 860,1				
Liczba akcji (mIn szt.)	34,0				
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016	54,7				
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	58,0				
Cena bieżąca	57,0				
Dywidenda					
Oczekiwana stopa zwrotu	1,7%				

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt kapitału własnego	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Koszt długu	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Waga kapitału własnego	81,4%	74,9%	77,7%	80,2%	80,7%	80,0%
Waga długu	18,6%	25,1%	22,3%	19,8%	19,3%	20,0%
WACC	8,3%	7,9%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Dla wyceny Bogdanki kluczowe znaczenie ma założenie co do ceny węgla oraz tempa wzrostu przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy. W związku z powyższym prezentujemy analizę wrażliwości naszej wyceny na wspomniane wyżej parametry oraz wrażliwość wyceny na CAGR ceny węgla w latach 2016-2021.

Bogdanka: Wrażliwość wyceny na zmiany ceny węgla oraz stopy wzrostu

		Cena węgla po 2020 r., PLN/t					
		183	193	203	213	223	233
Stała stopa wzrostu po 2020 roku	0,0%	24,0	40,6	57,3	73,9	90,5	107,2
	0,5%	23,0	40,3	57,6	74,9	92,2	109,6
	1,0%	21,9	39,9	58,0	76,0	94,0	112,1
	1,5%	20,7	39,5	58,3	77,1	95,9	114,7
	2,0%	19,4	39,0	58,6	78,2	97,8	117,4

Źródło: DM PKO BP

Bogdanka: Wrażliwość wyceny na ścieżkę zmiany ceny węgla 2016-2020P

	CAGR 2016-2020				
	0,0%	0,8%	1,6%	2,4%	3,2%
Cena docelowa	30,3	43,7	58,0	72,0	86,7

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy DM PKO BP, Bogdanka notowana jest z wyraźnym dyskontem do grupy spółek wydobywających węgiel dla wskaźnika P/E i EV/EBITDA na lata 2016-2018. Wynika to naszym zdaniem ze specyficznych ryzyk dla Bogdanki opisanych powyżej i odmiennych perspektyw dla przedstawionych spółek.

Spółki wydobywcze: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Adaro Energy	16,3	16,3	13,6	6,7	6,5	6,3
Indo Tambangraya	10,5	10,5	9,6	3,7	3,7	3,7
Coal India	14,2	13,8	12,3	9,8	8,8	7,7
Bukit Asam	12,3	10,5	10,0	8,8	7,4	7,3
Whitehaven Coal	131,8	20,3	16,8	12,9	8,5	7,8
Alliance Holding	9,3	14,7	-	-	-	-
Cloud Peak Energy	-	-	-	8,7	12,7	11,0
China Shenhua Energy	13,4	13,1	12,8	6,6	6,5	6,3
China Coal Energy	-	64,2	42,2	17,3	14,9	13,3
Yanzhou Coal	-	-	-	15,1	14,3	-
Shanxi Coking Coal	119,8	59,9	-	-	-	-
Rio Tinto	17,0	17,4	14,5	7,5	7,5	6,8
BHP Billiton	77,1	33,1	23,8	9,6	8,3	7,5
Anglo American	14,2	16,9	12,1	6,5	6,5	5,6
South32	93,5	22,0	19,7	7,1	5,7	5,4
Glencore	35,1	28,9	17,4	8,2	7,6	6,8
MEDIANA	16,3	17,2	14,1	8,5	7,5	6,8
Bogdanka (DM PKO BP)	11,3	12,3	11,0	3,7	4,3	4,0
Premia/dyskonto do prognoz DM PKO BP	-31%	-28%	-22%	-57%	-43%	-42%

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP


Bogdanka: Podsumowanie wyceny porównawczej

mln PLN	2016P	2017P	2018P	Średnia
Bogdanka prognoza zysku netto	163	149	167	
Bogdanka prognoza EBITDA	572	552	572	
Spółki wydobywcze: mediana P/E	16,3	17,2	14,1	
Wycena Bogdanka	78	75	69	74
Spółki wydobywcze: mediana EV/EBITDA	8,5	7,5	6,8	
Wycena Bogdanka	135	107	101	114

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	1 301,3	1 835,8	1 899,8	2 013,6	1 885,4	1 714,9	1 662,7	1 712,6	1 747,5
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-916,7	-1 330,6	-1 305,3	-1 497,1	-2 054,8	-1 364,3	-1 323,7	-1 351,6	-1 375,0
Zysk brutto ze sprzedaży	384,7	505,2	594,6	516,5	-169,4	350,6	339,0	361,0	372,5
EBITDA	450,6	658,1	754,9	750,0	686,3	571,8	552,2	572,1	576,7
Koszty sprzedaży	-119,0	-141,7	-138,8	-136,9	-152,6	-144,0	-145,1	-148,3	-151,3
Pozostałe koszty operacyjne	-0,1	6,2	31,0	17,3	4,3	-8,5	-13,7	-13,7	-13,7
Zysk z działalności operacyjnej	265,7	357,3	424,8	362,3	-326,2	215,1	207,6	226,3	234,8
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo działalności finansowej	6,2	1,0	-11,1	-16,5	-16,8	-10,6	-20,8	-17,2	-13,8
Zysk przed opodatkowaniem	272,0	358,3	413,7	345,9	-343,0	204,5	186,8	209,1	221,0
Podatek dochodowy	-50,7	-68,5	-84,0	-73,5	63,4	-40,9	-37,4	-41,8	-44,2
Zyski (straty) mniejszości	-0,3	-0,4	-0,3	0,5	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Zysk (strata) netto	220,9	289,4	329,4	272,8	-279,8	163,0	148,8	166,7	176,2

Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa Trwałe	2 674,2	3 063,7	3 274,0	3 730,2	3 006,8	2 979,1	3 314,5	3 299,7	3 289,9
Wartości niematerialne i prawne	9,9	23,1	23,1	24,3	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Rzeczowe aktywa trwałe	2 605,3	2 969,8	3 169,7	3 613,2	2 889,5	2 852,7	2 828,1	2 802,3	2 780,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Pozostałe aktywa długoterminowe	59,0	70,7	81,2	92,7	94,6	103,7	463,7	474,7	486,8
Aktywa Obrotowe	402,0	421,5	570,1	634,3	637,3	380,3	368,7	379,2	391,5
Zapasy	43,5	55,4	111,5	132,5	103,1	102,5	99,4	101,8	103,7
Należności	255,7	238,6	244,7	300,6	240,2	231,5	224,5	231,2	235,9
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0,0	7,0	1,9	5,7	32,0	29,1	28,2	29,0	29,6
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	102,8	120,6	212,0	195,5	262,0	17,1	16,6	17,1	22,2
Aktywa razem	3 076	3 485	3 844	4 364	3 644	3 359	3 683	3 679	3 681
Kapitał Własny	2 142,6	2 296,4	2 455,5	2 523,8	2 122,6	2 285,6	2 352,9	2 430,3	2 506,6
Kapitały mniejszości	9,6	10,0	10,3	9,5	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Zobowiązania	933,6	1 188,8	1 388,6	1 840,6	1 521,4	1 073,7	1 330,2	1 248,6	1 174,8
Zobowiązania długoterminowe	346,8	438,0	17,9	732,2	733,4	268,4	534,0	445,3	365,9
Kredyty i pożyczki	341,0	421,0	0,0	713,2	718,3	268,4	534,0	445,3	365,9
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	147,3	192,7	200,0	226,7	251,5	251,5	251,5	251,5	251,5
Zobowiązania handlowe i pozostałe	5,8	17,0	17,9	18,9	15,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	234,2	329,1	903,5	554,1	272,4	294,5	286,9	292,5	297,2
Kredyty i pożyczki	0,0	20,0	626,2	100,9	3,1	1,2	2,3	1,9	1,6
Zobowiązania handlowe i pozostałe	234,2	309,1	277,3	453,2	269,3	293,3	284,6	290,6	295,6
Pasywa razem	3 076	3 485	3 844	4 364	3 644	3 359	3 683	3 679	3 681

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	314	662	726	713	730	538	156	517	519
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-726	-605	-639	-717	-441	-320	-320	-320	-320
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	43	-39	5	-12	-222	-463	164	-196	-194

Wskaźniki (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
ROE	10,3%	12,6%	13,4%	10,8%	-13,2%	7,1%	6,3%	6,9%	7,0%
ROCE	9,3%	11,0%	11,3%	8,5%	-10,9%	6,3%	5,0%	5,7%	6,1%
Dług netto	238,2	320,4	414,2	618,7	459,4	252,4	519,7	430,1	345,3

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 521 52 04	alicia.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 580 33 68	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46	mark.cowley@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93	andrzej.sychowski@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchylił się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	31 (47%)
Trzymaj	28 (42%)
Sprzedaj	7 (11%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Bogdanka	3

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Bogdanka.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.