

Pewny jest tylko CAPEX

W nowej strategii, Bogdanka zakłada wzrost wydobycia do 9,3 mln ton i podwojenie zasobów oraz utrzymanie kosztów w ryzach, co przyniesie w efekcie wzrost EBITDA o 22% do 2021 r. CAPEX to 4 mld PLN do 2025 i 1,2-1,3 mld PLN na budowę nowego szybu. Jednak coraz większa integracja z grupą Enea oraz rola w ramach Dywizji Wschodniej i w konsekwencji perspektywa dodatkowych inwestycji (np. zgazowanie węgla), zmniejsza naszym zdaniem szansę na wypłatę dywidendy. Podnosimy naszą rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 77 PLN.

Węgiel energetyczny: ceny w ARA -17% od szczytu

Ceny węgla energetycznego w ARA powróciły do spadków (-17% od ostatniego szczytu) i obecnie kształtują się na poziomie 75 USD/t. W długim terminie zakładamy ich dalszą normalizację, aż do osiągnięcia poziomu równowagi w przedziale 60-65 USD/t.

W Polsce: niedobór węgla energetycznego i wzrost cen o 10% w trzy lata

Ze względu na postępujący spadek wydobycia (-3% r/r w 2016 r.) rynek węgla energetycznego z wysokiej nadwyżki w 2015 r. przeszedł w stan równowagi w 2016 r. i osiągnie strukturalny deficyt w kolejnych latach. W efekcie zakładamy, że cena węgla w Polsce wzrośnie o 10% w trzy lata. W długim terminie zakładamy cenę na poziomie 11 PLN/GJ.

Nowa strategia: wolumeny, zasoby, CAPEX, koszty

Bogdanka zakłada wzrost wydobycia do 9,3 mln ton (+6%) i utrzymanie płaskiego jednostkowego kosztu wydobycia oraz podwojenie bazy zasobowej do 446 mln ton węgla. CAPEX do 2025 roku wyniesie 4 mld PLN, a dodatkowo w perspektywie do 2030 r. spółka wyda 1,2-1,3 mld PLN na budowę nowego szybu. Pozwoli to zwiększyć EBITDA do ponad 730 mln PLN (+22%) i FCF do 250 mln PLN (10% kapitalizacji).

Kto zbierze owoce nowej strategii i soczystego bilansu?

Nowa strategia naszym zdaniem zwiększa wartość aktywów i uwalnia ich potencjał. Jednak kluczowe pytanie to jak silne przepływy i potencjał bilansu (DN/EBITDA 0,3x na koniec 2016 r.) zostanie wykorzystany. Biorąc pod uwagę, że (i) rośnie koncentracja sprzedaży do Grupy Enea do 75% w 2025; (ii) Grupa Enea prowadzi szereg dużych inwestycji (PGG, Połaniec, EDF), a bilans jest napięty (DN/EBITDA 2,6x); (iii) rolę Bogdanki w ramach Dywizji Wschodnie (zgazowanie węgla i inne projekty); (iv) kumulację CAPEX w 2018-2020; widzimy duże ryzyko dla wypłaty dywidend.

Podnosimy naszą rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 77 PLN.

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	2 014	1 885	1 789	1 726	1 818
EBITDA	750	686	597	550	640
EBIT	362	-326	232	187	274
Zysk netto	273	-280	180	147	220
P/E	14,5	nm	14,5	17,8	11,9
P/BV	1,6	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,2	2,3	4,7	4,9	4,0
EPS	8,02	-8,23	5,29	4,32	6,47
DPS	3,50	0,00	1,06	0,86	1,29
FCF	-	-	288	149	152
CAPEX	878	311	290	370	420

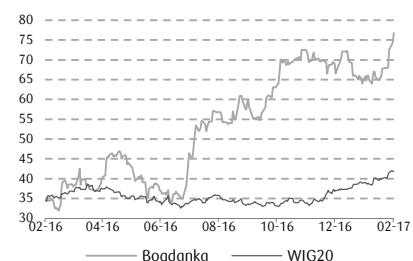
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	76,80
Upside	0%
Liczba akcji (mn)	34,01
Kapitalizacja (mln PLN)	2 612,24
Free float	34%
Free float (mln PLN)	888,16
Free float (mln USD)	217,54
EV (mln PLN)	2 788,00
Dług netto (mln PLN)	175,75

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

Akcjonariusze	% Akcji
Enea SA	66,00
TFI PZU SA	10,10
-	-
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Sprzedaj	23-11-16 68,00
Trzymaj	31-08-16 58,00

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	7,8%	20,0%
3 miesiące	23,9%	6,1%
6 miesięcy	17,0%	35,2%
12 miesięcy	23,1%	122,7%
Min 52 tyg. PLN		31,90
Max 52 tyg. PLN		76,80
Średni dzienny obrót mln PLN		-

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

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

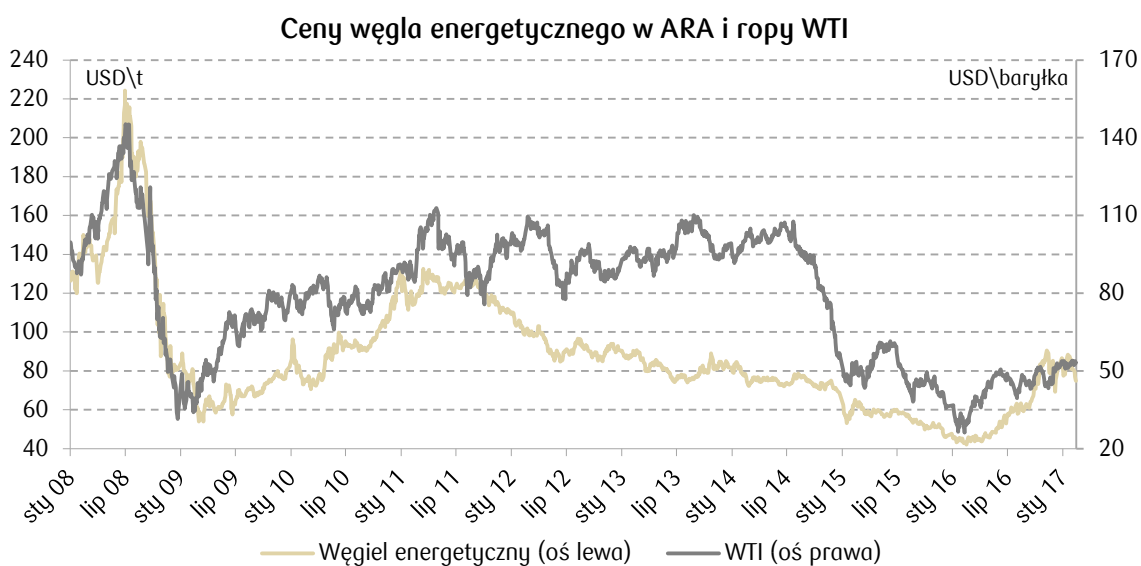
Argumenty inwestycyjne

W nowej strategii, Bogdanka zakłada wzrost wydobycia do 9,3 mln ton i podwojenie zasobów oraz utrzymanie kosztów w ryzach, co przyniesie w efekcie wzrost EBITDA o 22% do 2021 r. CAPEX to 4 mld PLN do 2025 i 1,2-1,3 mld PLN na budowę nowego szybu. Jednak coraz większa integracja z grupą Enea oraz rola w ramach Dywizji Wschodniej i w konsekwencji perspektywa dodatkowych inwestycji (np. zgazowanie węgla), zmniejsza naszym zdaniem szansę na wypłatę dywidendy. Podnosimy naszą rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 77 PLN.

Węgiel energetyczny: ceny w ARA -17% od szczytu

Ceny węgla energetycznego w ARA powróciły do spadków (-17% od ostatniego szczytu) i obecnie kształtują się na poziomie 75 USD/t. Spadki wynikają ze wzrostu produkcji w Chinach i innych krajach (USA, Kolumbia, Indonezja, Australia, Kanada)

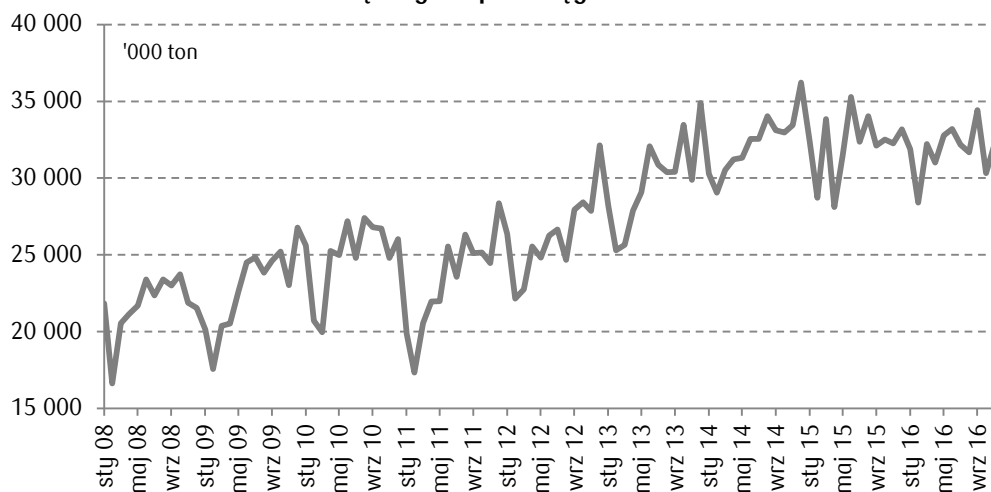
W długim terminie zakładamy dalszą normalizację ceny węgla ze względu na spadające strukturalnie zapotrzebowanie oraz niskie koszty wydobycia, aż do osiągnięcia poziomu równowagi w przedziale 60-65 USD/t.



Źródło: Bloomberg

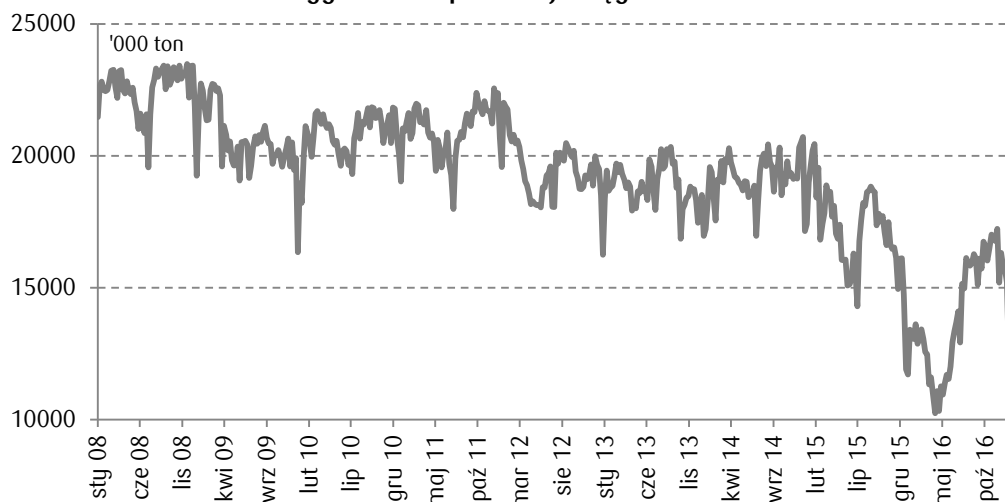
Produkcja i eksport węgla z Australii utrzymują się na wysokim poziomie. W USA dzięki poprawie ceny w 3Q/4Q 2016 widać istotny wzrost produkcji.

Miesięczny eksport węgla z Australii



Źródło: Bloomberg

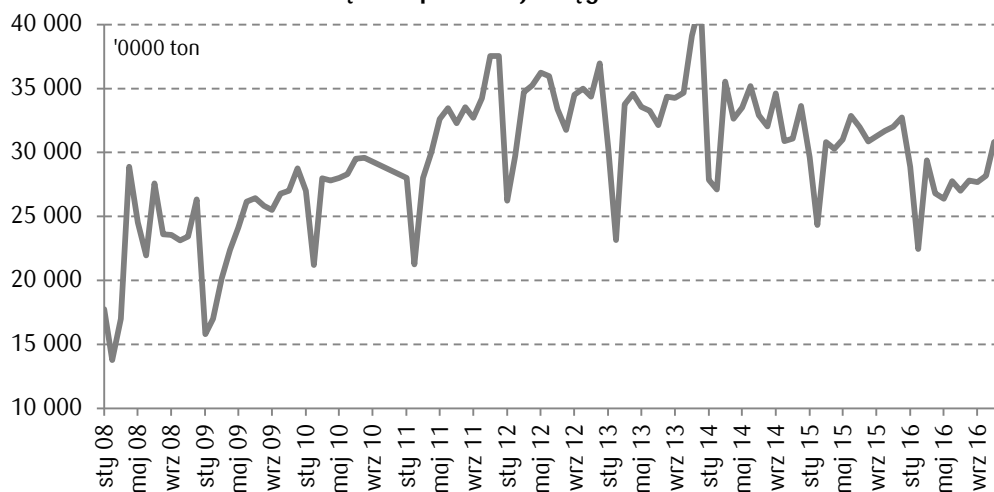
Tygodniowa produkcja węgla w USA



Źródło: Bloomberg

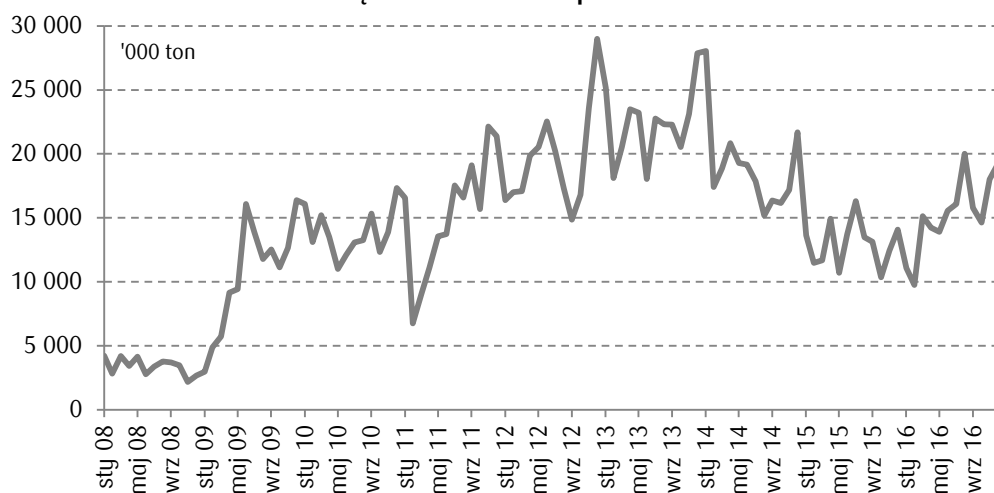
Kluczem do globalnego rynku są jednak Chiny, gdzie produkcja do poziomu ok. 310 mln ton miesięcznie. Z drugiej strony import w styczniu był mocny na poziomie 25 mln ton.

Miesięczna produkcja węgla w Chinach



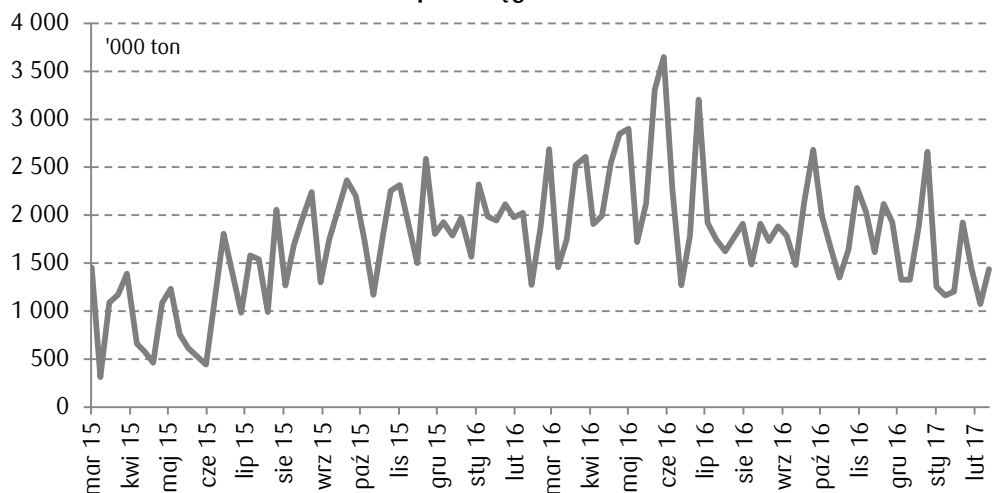
Źródło: Bloomberg

Miesięczna wielkość importu do Chin



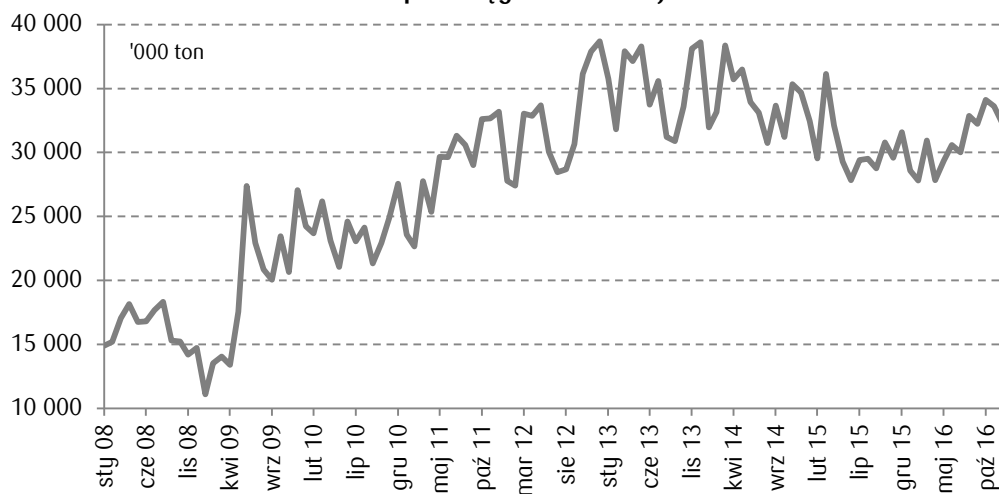
Źródło: Bloomberg

Import węgla do Indii



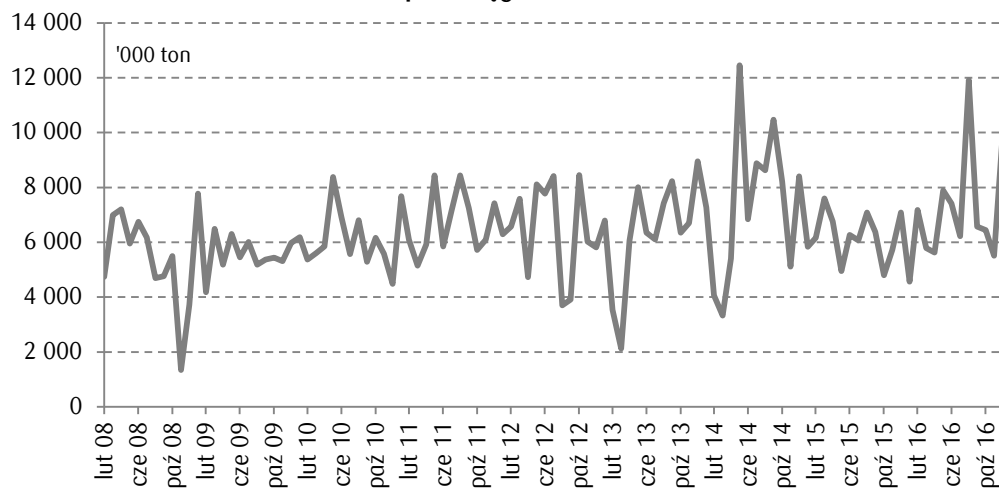
Źródło: Bloomberg

Eksport węgla z Indonezji



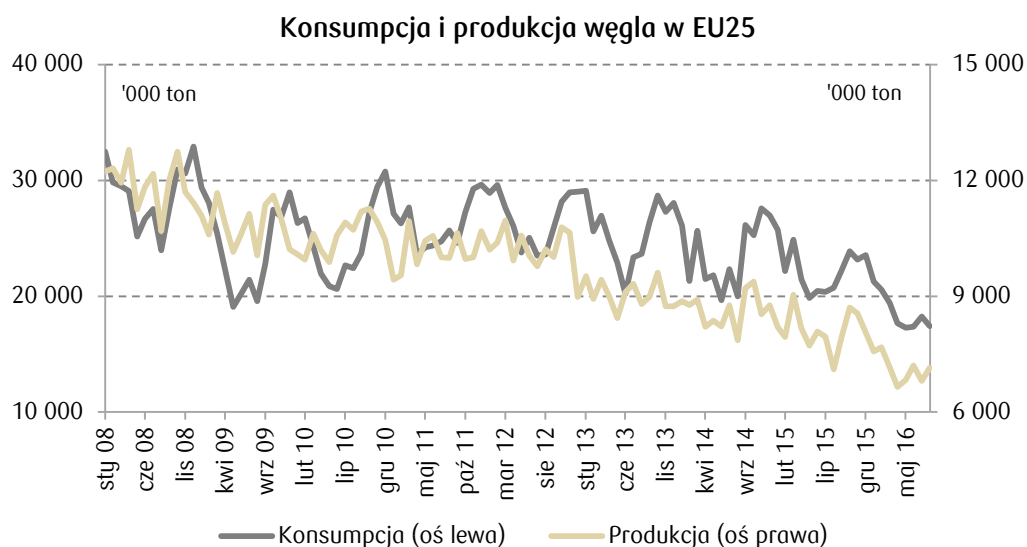
Źródło: Bloomberg

Eksport węgla z Kolumbii

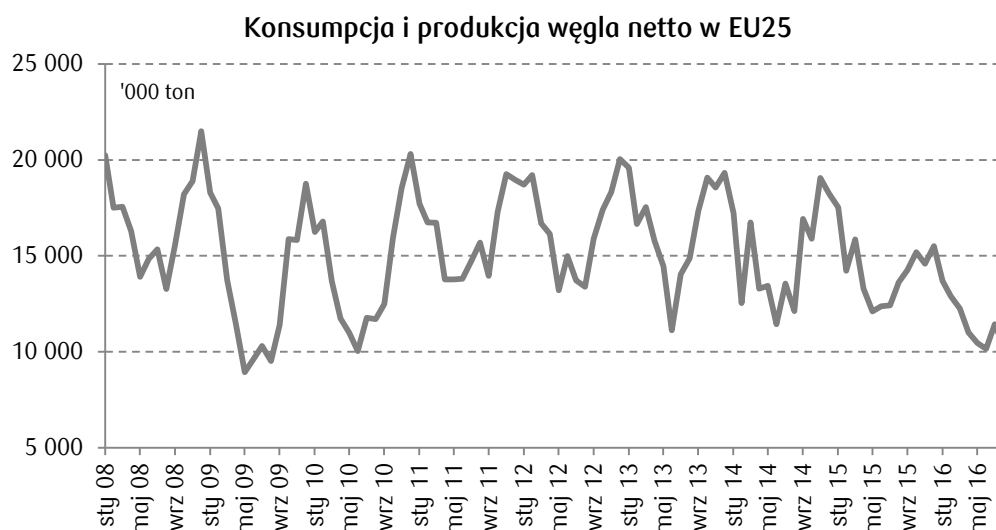


Źródło: Bloomberg

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



Źródło: Bloomberg

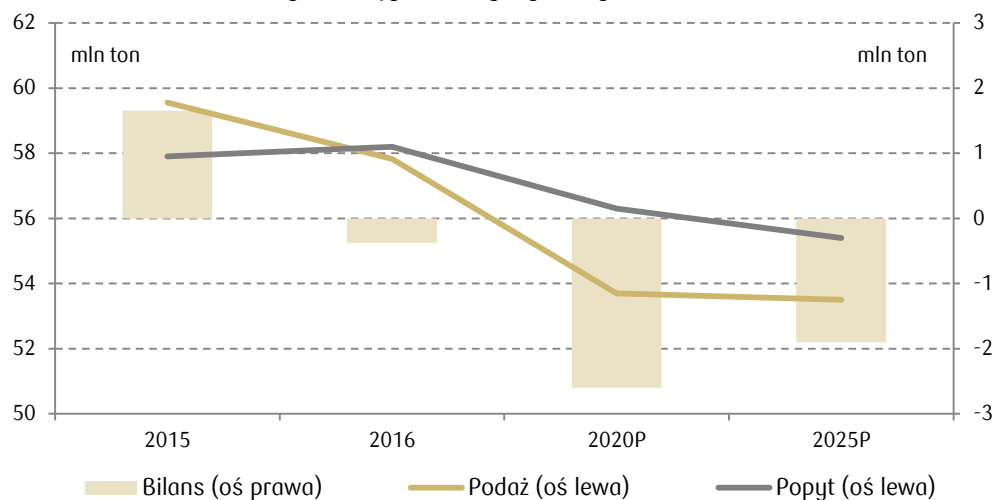


Źródło: Bloomberg

W Polsce: niedobór węgla energetycznego i wzrost cen o 10% w trzy lata

Ze względu na postępujący spadek wydobywania (-3% rocznie w 2016-2018) rynek węgla energetycznego z wysokiej nadwyżki w 2015 r. przeszedł w stan równowagi w 2016 r. i osiągnął strukturalny deficyt w kolejnych latach. W efekcie zakładamy, że cena węgla w Polsce wzrośnie o 10% w trzy lata.

Rynek węgla energetycznego w Polsce

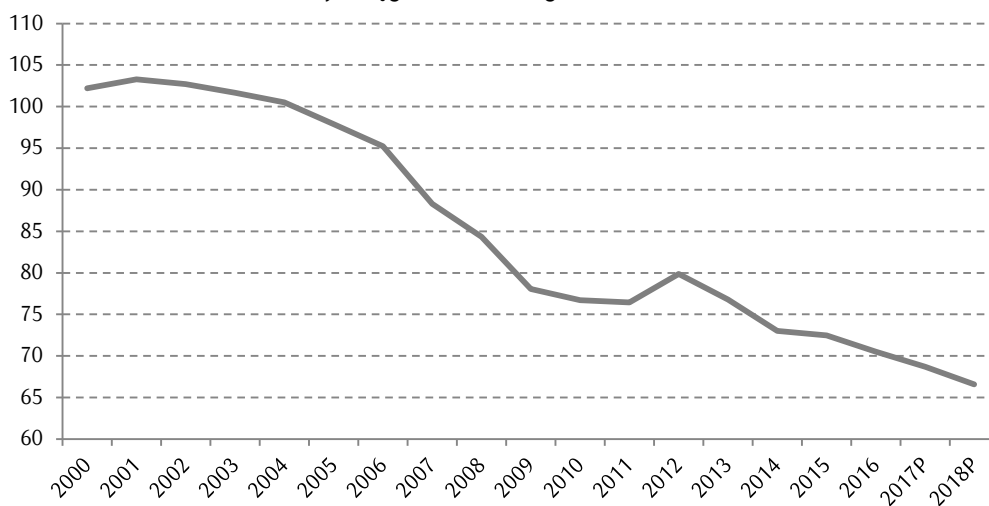


Źródło: IEA, Bogdanka, Ministerstwo Gospodarki, prognozy DM PKO BP

Dalsze kroki na drodze do restrukturyzacji Polskiego górnictwa to najprawdopodobniej powstanie trzech dywizji górniczych:

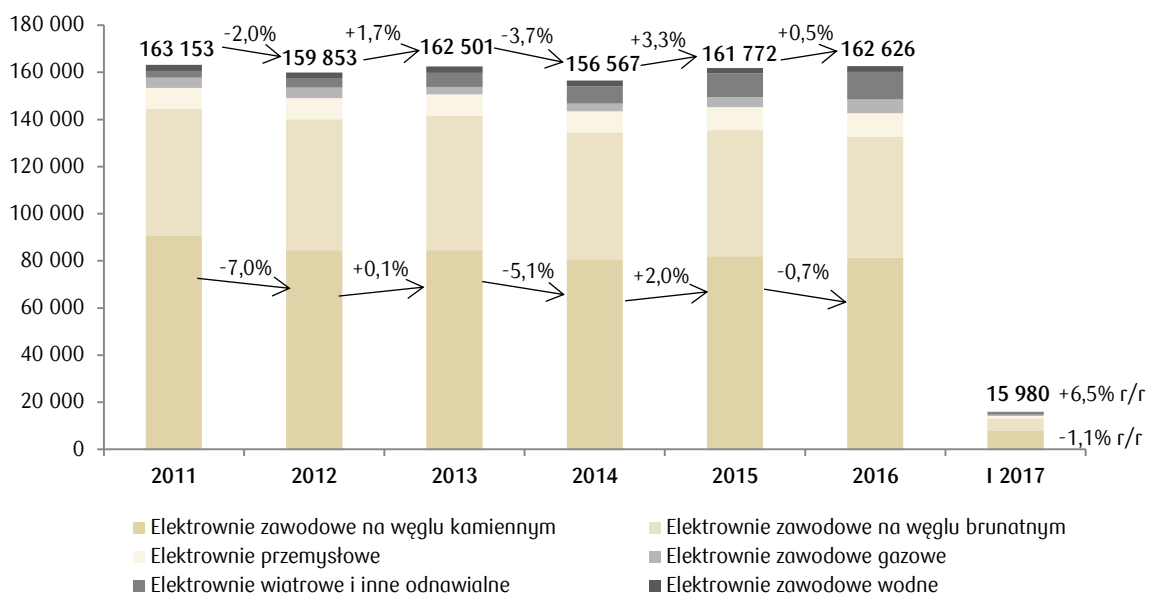
- Górnośląskiej (PGG, KHW, Węgllokoks)
- Dolnośląskiej (JSW, Tauron)
- Wschodnie (Bogdanka).

Produkcja węgla kamiennego w Polsce (mln ton)



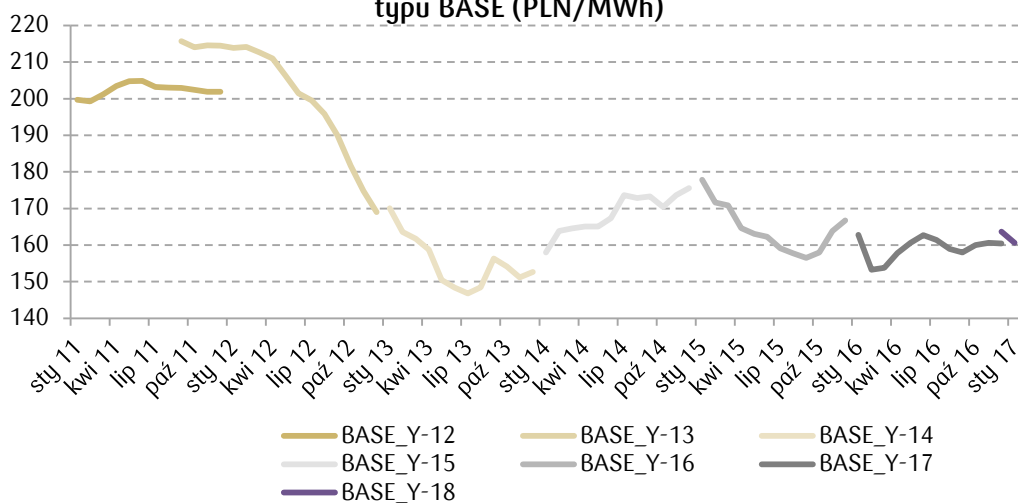
Źródło: IEA, Bogdanka, Ministerstwo Gospodarki, prognozy DM PKO BP

Struktura produkcji energii elektrycznej w elektrowniach krajowych w latach 2011-2017 (GWh)



Źródło: Polskie Sieci Energetyczne

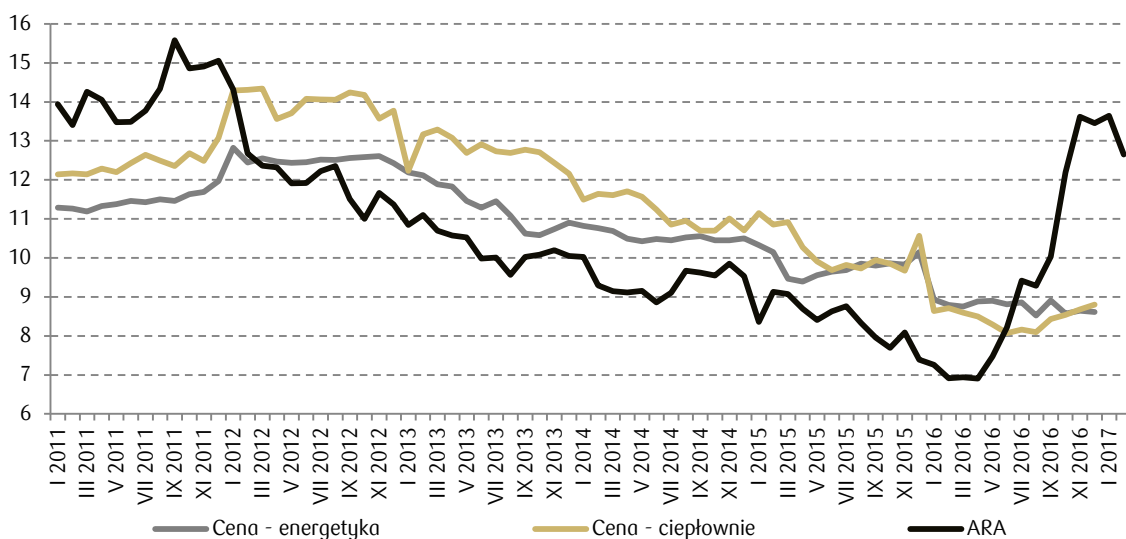
Ceny energii elektrycznej w rocznych kontraktach terminowych typu BASE (PLN/MWh)



Źródło: TGE

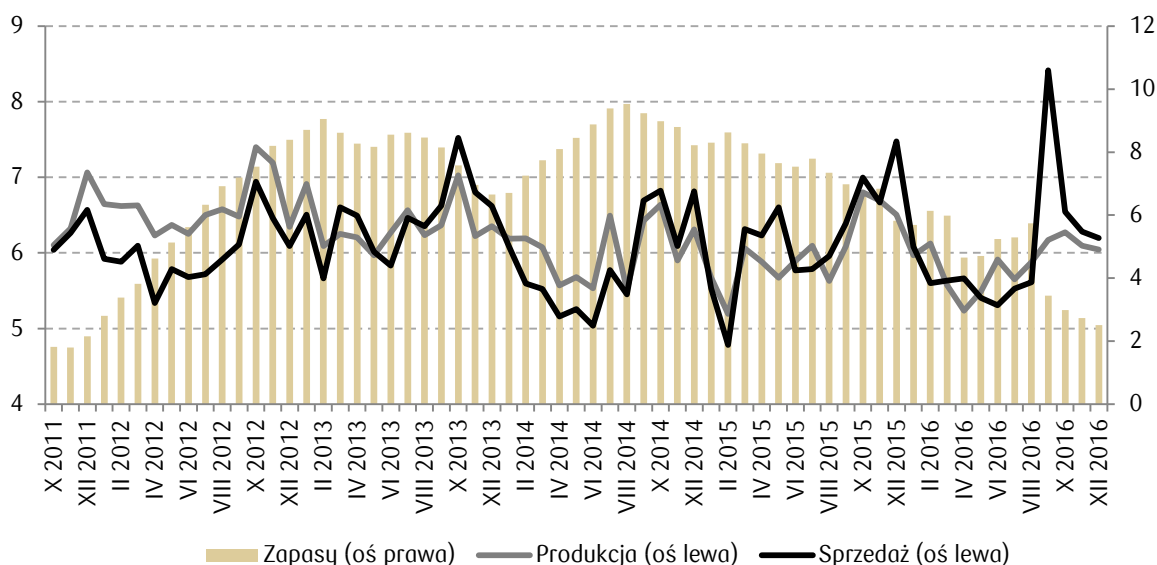
W związku z tym zakładamy na cały 2017 r. ceny węgla wyższe o 5% na poziomie 10,2 PLN/GJ, a w długim terminie wzrost do 11 PLN/GJ.

Ceny węgla kamiennego w Polsce (PLN/Gj)



Źródło: polskirynekwegla.pl, Bloomberg

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

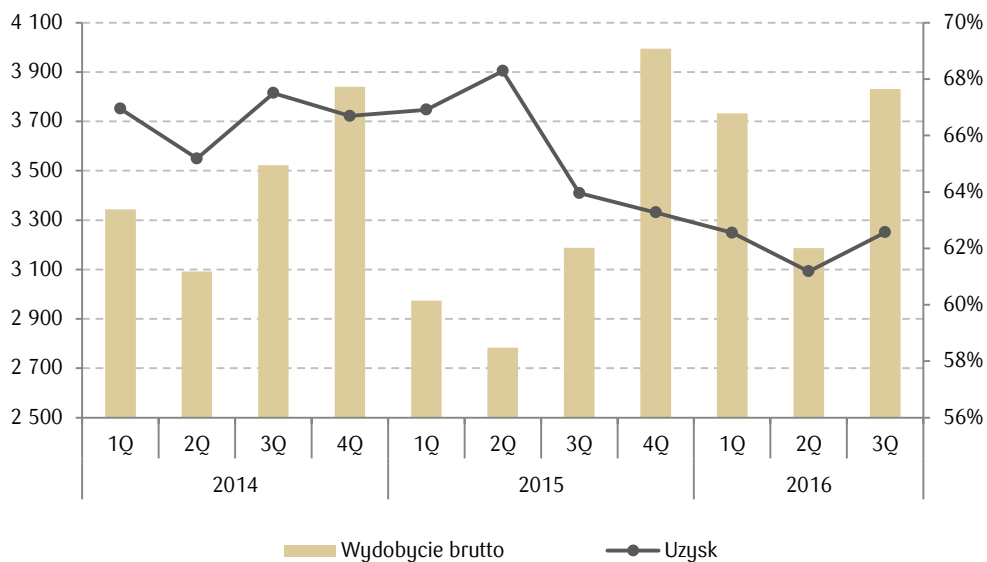


Źródło: polskirynekwegla.pl

Nowa strategia: wolumeny, zasoby, CAPEX, koszty

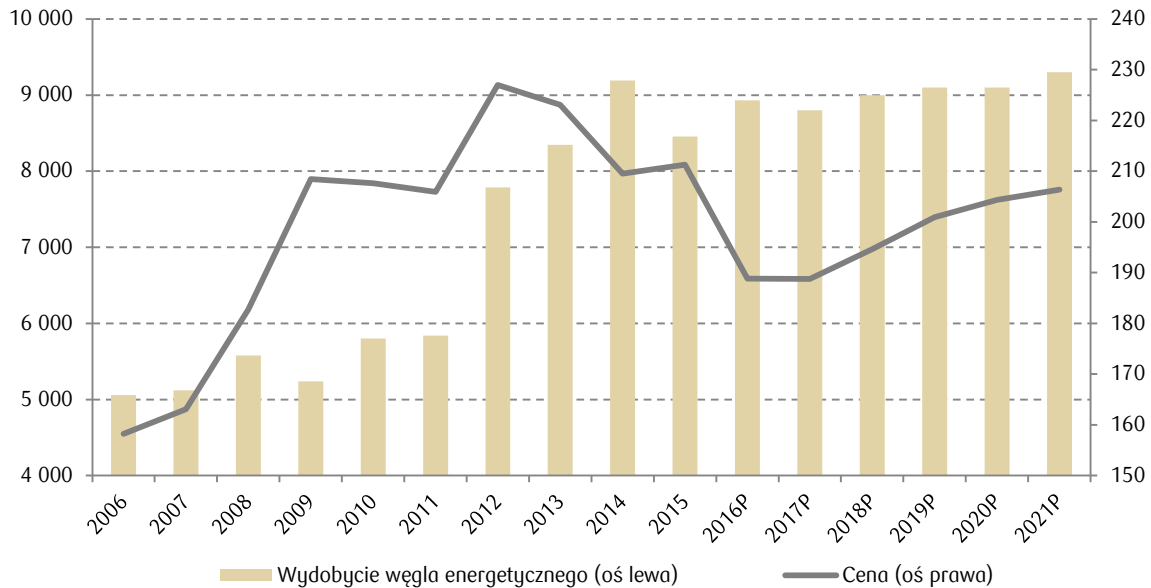
Bogdanka zakłada wzrost wydobycia do 9,3 mln ton średnio w latach 2020-2025 (+6% w porównaniu do 2016 r.) i 9.1 mln ton w latach 2026-2030, utrzymanie płaskiego jednostkowego kosztu wydobycia (-10% w ujęciu realnym) oraz podwojenie bazy zasobowej do 446 mln ton węgla dzięki inwestycjom w Obszarze Górniczym Ludwin. CAPEX do 2025 roku wyniesie 4 mld PLN, a dodatkowo w perspektywie do 2030 r. spółka wyda 1,2-1,3 mld PLN na budowę nowego szybu. Pozwoli to według naszych wyliczeń zwiększyć EBITDA do ponad 730 mln PLN (+22%) w 2021 r. i FCF do 250 mln PLN (10% kapitalizacji).

Wydobycie węgla



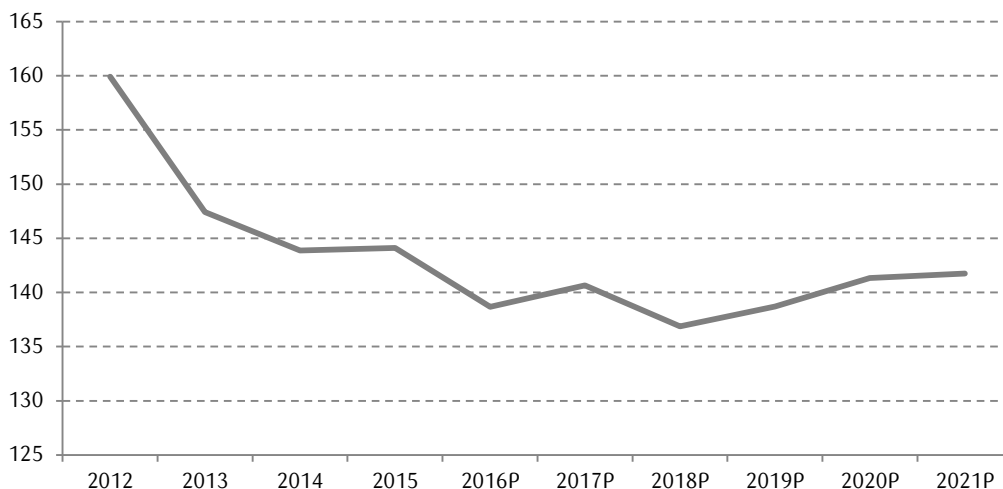
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

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



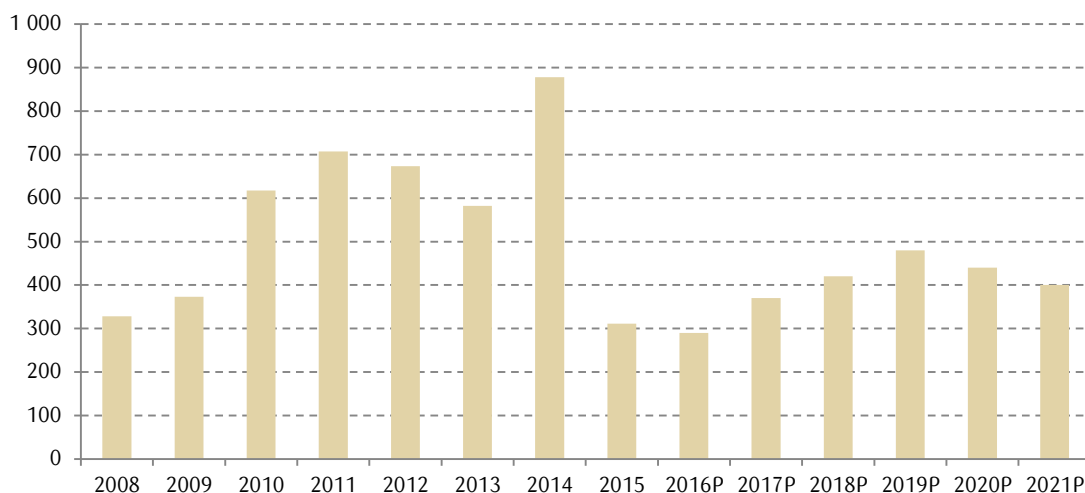
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: jednostkowy gotówkowy koszt wydobycia (PLN/t)



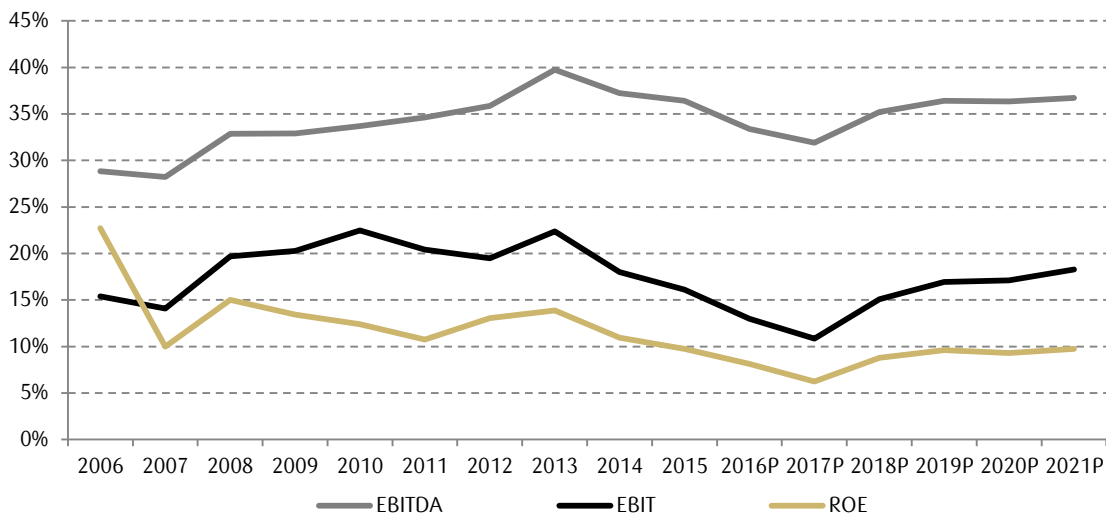
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: CAPEX (mln PLN)



Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

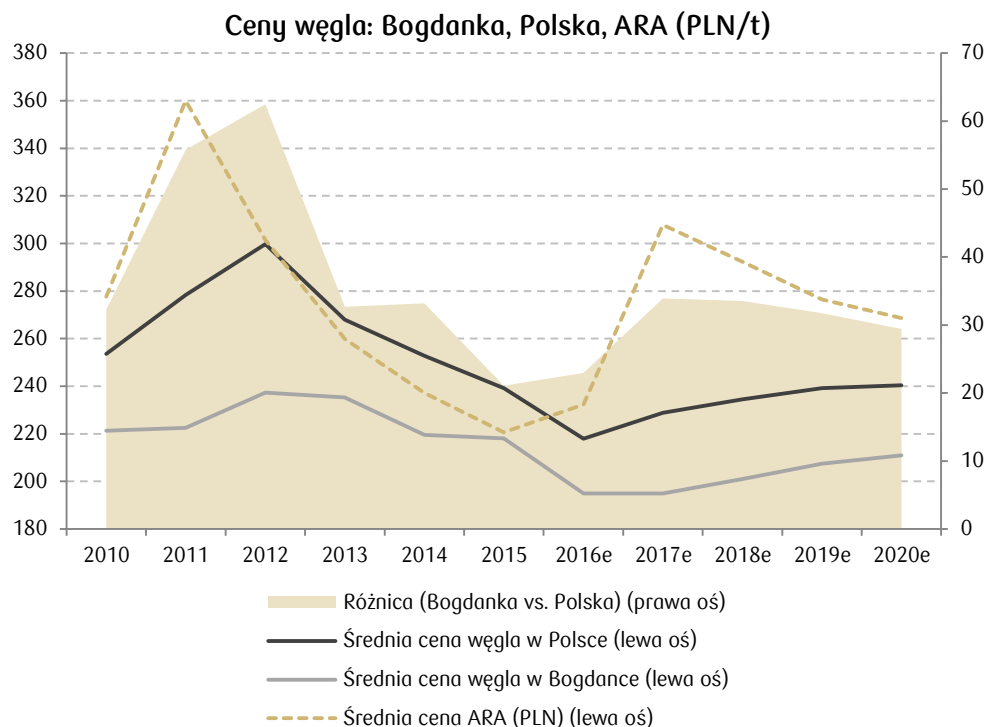
Bogdanka: marże i rentowność



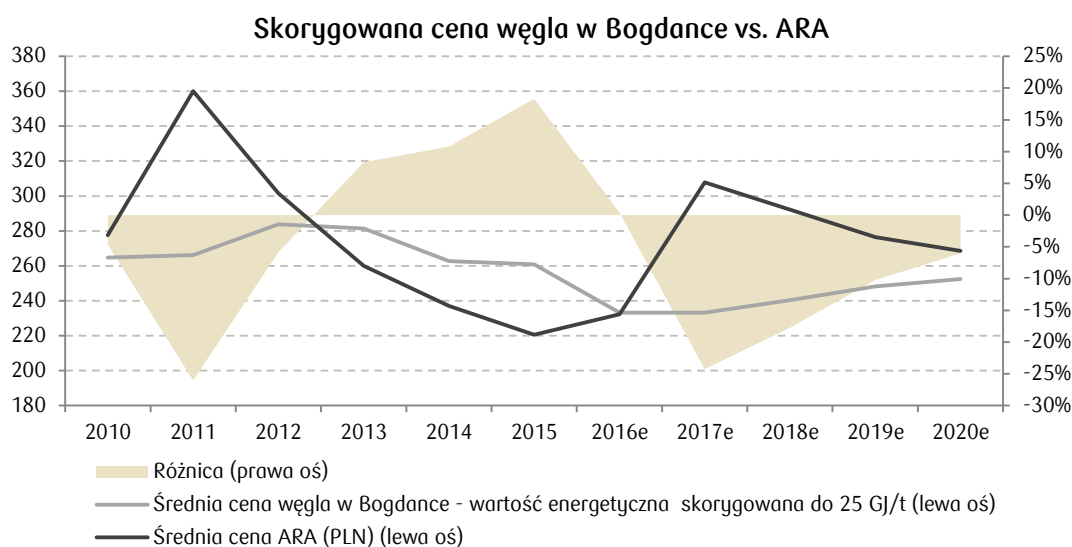
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Kto zbierze owoce nowej strategii i soczystego bilansu?

Nowa strategia naszym zdaniem zdecydowanie zwiększa wartość aktywów i uwalnia ich potencjał. Jednak kluczowe pytanie to jak silnie przepływy i potencjał bilansu (DN/EBITDA 0,3x na koniec 2016 r.) zostanie wykorzystany. Biorąc pod uwagę, że (i) rośnie koncentracja sprzedaży do Grupy Enea do 75% w 2025; (ii) Grupa Enea prowadzi szereg dużych inwestycji (PGG, Połaniec, EDF), a bilans jest napięty (DN/EBITDA 2,6x); (iii) rolę Bogdanki w ramach Dywizji Wschodnie (zgazowanie węgla i inne projekty); (iv) kumulację CAPEX w 2018-2020; widzimy duże ryzyko dla wypłaty dywidend.

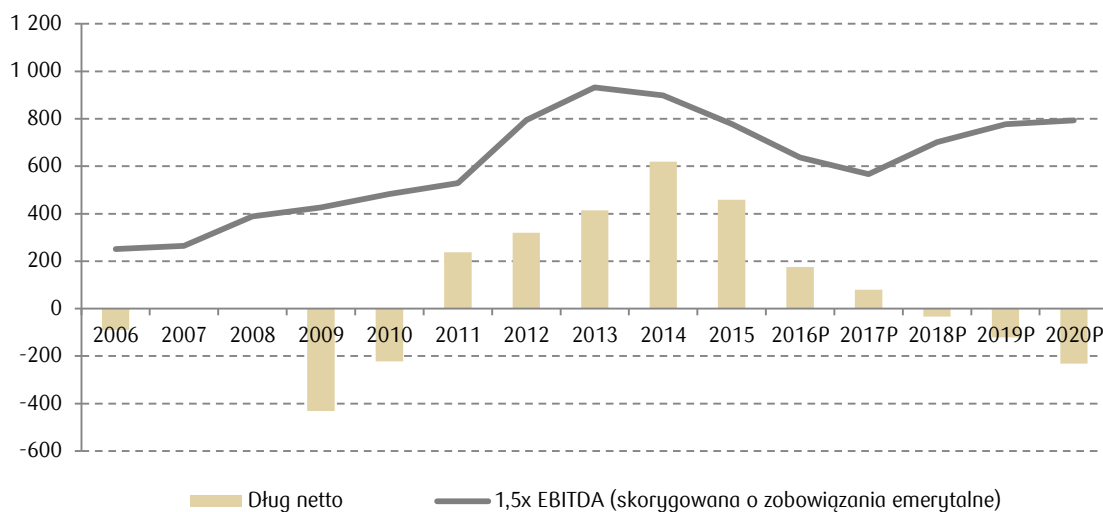


Źródło: Bogdanka, DM PKO BP



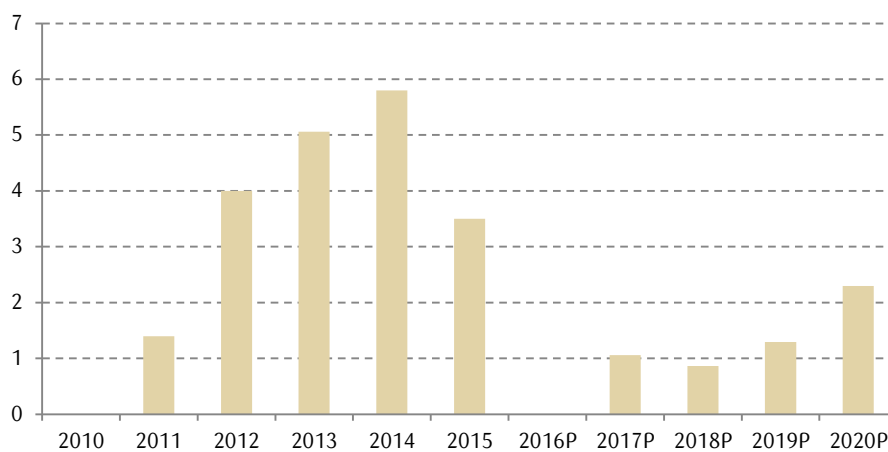
Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: Dług netto (mln PLN)



Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Bogdanka: Dywidenda (PLN na akcję)



Źródło: Bogdanka, DM PKO BP

Wycena

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

Według naszych obliczeń cena docelowa Bogdanki to 77 PLN na akcję.

DCF model

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P-2021P 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	2021P-2025P	> 2025P
Cena węgla energetycznego w Bogdancie (PLN/t)	220	218	195	195	201	207	211	220	226
Wolumen produkcji węgla (mln ton)	9,19	8,46	8,9	8,8	9,0	9,1	9,1	9,3	9,1

Źródło: prognozy DM PKO BP

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,4%, 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	232,3	187,1	274,0	321,0	330,3
Stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	185,9	149,7	219,2	256,8	264,2
CAPEX	290,0	370,0	420,0	480,0	440,0
Amortyzacja	364,8	363,1	366,1	369,5	370,7
Zmiany w kapitale obrotowym	-27,0	-5,8	13,4	6,7	1,2
FCF	287,7	148,6	151,9	139,6	193,7
WACC	8,6%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,92	0,84	0,77	0,71
DFCF	0,0	136,4	127,7	107,5	136,6
Wzrost w fazie II	1,0%				
Suma DFCF - Faza I	671,9				
Suma DFCF - Faza II	1 987,8				
Wartość Firmy (EV)	2 659,8				
Dług netto	175,8				
Zobowiązania wobec pracowników	117,5				
Wartość godziwa	2 366,5				
Liczba akcji (mIn szt.)	34,0				
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016	69,6				
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	77,0				
Cena bieżąca	76,8				
Dywidenda					
Oczekiwana stopa zwrotu	0,2%				

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
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	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Koszt długu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Waga kapitału własnego	83,6%	91,8%	95,0%	95,4%	95,7%	95,9%
Waga długu	16,4%	8,2%	5,0%	4,6%	4,3%	4,1%
WACC	8,6%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%

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 2021 r., PLN/t					
		188	198	208	218	228	238
Stała stopa wzrostu po 2020 roku	0,0%	38,2	55,7	73,2	90,7	108,2	125,7
	0,5%	38,2	56,6	75,0	93,4	111,9	130,3
	1,0%	38,1	57,5	77,0	96,4	115,9	135,3
	1,5%	38,0	58,6	79,1	99,7	120,3	140,8
	2,0%	37,8	59,6	81,5	103,3	125,1	146,9

Źródło: DM PKO BP

Bogdanka: Wrażliwość wyceny na ścieżkę zmiany ceny węgla 2016-2021P

		CAGR 2016-2021				
		0,0%	1,0%	1,8%	2,5%	3,0%
Cena docelowa		42,6	61,4	77,0	91,1	101,4

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy DM PKO BP, Bogdanka notowana jest z wyraźnym dyskontem do grupy spółek wydobywających węgiel dla wskaźnika 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	15,4	11,2	11,2	6,5	5,2	5,0
Indo Tambangraya	12,9	8,0	7,4	5,2	3,6	3,5
Coal India	13,7	17,2	14,3	8,8	10,5	8,5
Bukit Asam	15,1	9,2	8,9	10,6	6,7	6,6
Whitehaven Coal	198,6	6,5	7,9	17,4	4,7	5,5
Alliance Holding	10,2	10,6	11,1	4,5	4,9	5,1
Cloud Peak Energy	-	-	-	7,9	5,9	6,5
China Shenhua Energy	11,5	10,2	10,3	5,7	5,3	5,4
China Coal Energy	28,5	15,0	14,6	13,3	10,8	11,0
Yanzhou Coal	-	-	-	11,1	7,6	-
Arch Coal	136,3	29,2	20,0	-	-	-
Rio Tinto	17,0	11,8	15,1	7,8	6,3	7,2
BHP Billiton	99,5	14,8	16,8	11,4	6,4	6,9
Anglo American	12,4	8,2	11,1	6,4	4,9	5,6
South32	128,2	9,0	11,3	9,8	4,1	4,9
Glencore	33,7	14,1	15,4	9,5	7,1	7,3
MEDIANA	16,2	10,9	11,3	8,8	5,9	6,0
Bogdanka (DM PKO BP)	14,5	17,8	11,9	4,7	4,9	4,0
Premia/dyskonto do prognoz DM PKO BP	-11%	63%	5%	-47%	-17%	-33%

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

Bogdanka: Podsumowanie wyceny porównawczej

młn PLN	2016P	2017P	2018P	Średnia
Bogdanka prognoza zysku netto	180	147	220	
Bogdanka prognoza EBITDA	597	550	640	
Spółki wydobywcze: mediana P/E	16,2	10,9	11,3	
Wycena Bogdanka	86	47	73	69
Spółki wydobywcze: mediana EV/EBITDA	8,8	5,9	6,0	
Wycena Bogdanka	149	94	114	119

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	1 789,2	1 725,5	1 818,2	1 896,9
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-916,7	-1 330,6	-1 305,3	-1 497,1	-2 054,8	-1 413,8	-1 393,2	-1 394,9	-1 422,7
Zysk brutto ze sprzedaży	384,7	505,2	594,6	516,5	-169,4	375,4	332,3	423,3	474,2
EBITDA	450,6	658,1	754,9	750,0	686,3	597,1	550,2	640,1	690,5
Koszty sprzedaży	-119,0	-141,7	-138,8	-136,9	-152,6	-144,4	-145,2	-149,3	-153,2
Pozostałe koszty operacyjne	-0,1	6,2	31,0	17,3	4,3	-1,3	0,0	0,0	0,0
Zysk z działalności operacyjnej	265,7	357,3	424,8	362,3	-326,2	232,3	187,1	274,0	321,0
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	-11,3	-3,2	1,4	4,9
Zysk przed opodatkowaniem	272,0	358,3	413,7	345,9	-343,0	221,0	183,9	275,4	325,8
Podatek dochodowy	-50,7	-68,5	-84,0	-73,5	63,4	-40,6	-36,8	-55,1	-65,2
Zyski (straty) mniejszości	-0,3	-0,4	-0,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Zysk (strata) netto	220,9	289,4	329,4	272,8	-279,8	179,9	146,8	220,0	260,4
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	2 942,9	2 960,0	3 025,1	3 147,9
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	2 814,7	2 821,6	2 875,5	2 986,0
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	105,5	115,7	126,9	139,2
Aktywa Obrotowe	402,0	421,5	570,1	634,3	637,3	362,6	350,7	437,1	541,3
Zapasy	43,5	55,4	111,5	132,5	103,1	81,7	79,8	81,5	83,9
Należności	255,7	238,6	244,7	300,6	240,2	232,6	224,3	236,4	246,6
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0,0	7,0	1,9	5,7	32,0	30,4	29,3	30,9	32,2
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	102,8	120,6	212,0	195,5	262,0	17,9	17,3	88,3	178,5
Aktywa razem	3 076	3 485	3 844	4 364	3 644	3 306	3 311	3 462	3 689
Kapitał Własny	2 142,6	2 296,4	2 455,5	2 523,8	2 122,6	2 302,9	2 413,8	2 604,4	2 820,7
Kapitały mniejszości	9,6	10,0	10,3	9,5	9,7	10,1	10,1	10,1	10,1
Zobowiązania	933,6	1 188,8	1 388,6	1 840,6	1 521,4	1 002,6	896,9	857,9	868,5
Zobowiązania długoterminowe	346,8	438,0	17,9	732,2	733,4	195,3	96,3	54,3	56,7
Kredyty i pożyczki	341,0	421,0	0,0	713,2	718,3	192,8	96,3	54,3	56,7
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	147,3	192,7	200,0	226,7	251,5	258,7	258,7	258,7	258,7
Zobowiązania handlowe i pozostałe	5,8	17,0	17,9	18,9	15,1	2,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	234,2	329,1	903,5	554,1	272,4	300,6	295,8	296,0	301,9
Kredyty i pożyczki	0,0	20,0	626,2	100,9	3,1	0,8	0,4	0,2	0,2
Zobowiązania handlowe i pozostałe	234,2	309,1	277,3	453,2	269,3	299,7	295,4	295,7	301,6
Pasywa razem	3 076	3 485	3 844	4 364	3 644	3 306	3 311	3 462	3 689
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	314	662	726	713	730	581	506	562	607
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-726	-605	-639	-717	-441	-290	-370	-420	-480
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	43	-39	5	-12	-222	-535	-136	-71	-37
Wskaźniki (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
ROCE	9,3%	11,0%	11,3%	8,5%	-10,9%	7,2%	5,9%	8,6%	9,7%
Dług netto	238,2	320,4	414,2	618,7	459,4	175,8	79,5	-33,8	-121,6

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
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@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 Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@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 następnych 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 uchyla 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% pakietu 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	23 (35%)
Trzymaj	31 (47%)
Sprzedaj	12 (18%)

Rekomendacje zawieszono:

JSW

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.