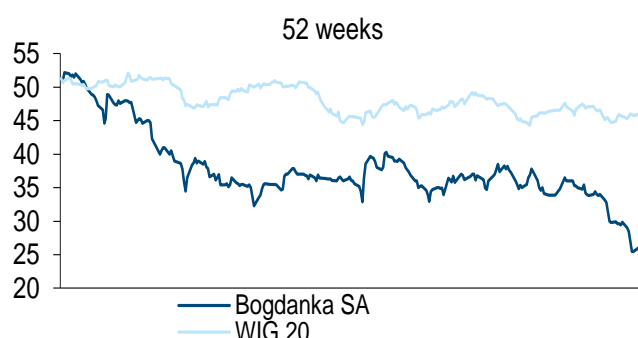


Bogdanka

Sprzedaj z Kupuj

PLN mn	2019e	2020e	2021e	2022e
Przychody	2 158.4	1 952.9	1 648.0	1 648.0
EBITDA	798.9	662.8	473.5	464.8
EBIT	375.5	223.7	7.9	-13.4
Zysk netto dla jedn. dominującej	308.4	183.8	8.0	-10.9
Zysk na akcję (PLN)	9.07	5.40	0.23	-0.32
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	21.51	18.31	13.92	13.74
Wartość księgowa na akcję (PLN)	95.05	98.64	97.80	97.48
Dywidenda na akcję (PLN)	0.75	1.81	1.08	0.00
EV/EBITDA (x)	0.6	0.7	1.0	1.0
P/E (x)	2.3	3.9	89.8	na
P/CE (x)	1	1.1	1.5	1.5
Stopa dywidendy	3.6%	8.6%	5.1%	0.0%



Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	21.0	Reuters	LWBP.WA	Akcje w wolnym obrocie	34.0%
Liczba akcji (mn)	34.0	Bloomberg	LWB.PW	Główni akcjonariusze:	Enea (66%)
Wartość rynkowa (PLN mn)	714	Dzień dywidendy	09.07.2019		
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	484	Cena docelowa	18.8	Strona internetowa:	www.lw.com.pl

Analitik:

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

Poświęcona na ołtarzu polityki - ponownie

Wytwarzanie energii elektrycznej z węgla kamiennego spadło o 5.1% rdr, a popyt na węgiel z sektora energetycznego spadł o 10.1% rdr w 2019. Nasza prognoza na rok 2020 zakłada spadek konsumpcji energii elektrycznej o 1.5% rdr i 4.6% spadek popytu na węgiel z sektora energetyki. Tak słaba perspektywa popytowa ma miejsce w czasie gdy zapasy węgla są już wysokie na poziomie 13.5mn ton (lub 145 dni konsumpcji) – najwyższy poziom od 2015. Większość scenariuszy dla polskiego rynku energii w roku 2020 skutkuje znaczącym spadkiem popytu na węgiel energetyczny, a jednostki na węgiel brunatny ponownie zmuszone będą do znaczącego obniżenia produkcji.

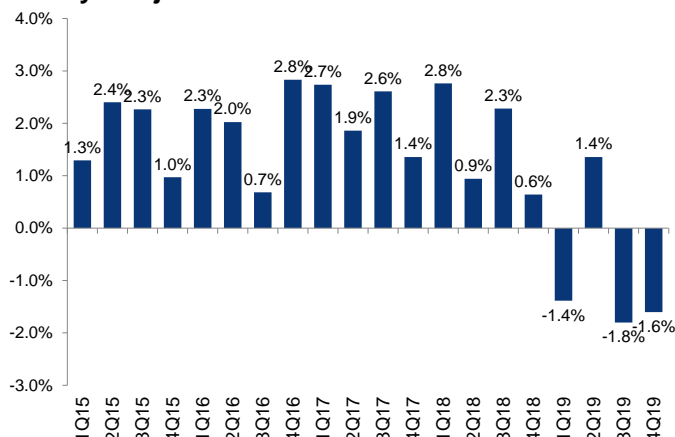
Wymagająca sytuacja rynkowa zaskutkowała tymczasowym ograniczeniem wydobycia przez LW Bogdanka o 25% do końca lutego. Ma to miejsce w sytuacji gdy zapasy Bogdanki wynosiły jedynie 1.9% rocznej produkcji na koniec 2019 (wobec ok 10% w przypadku górnośląskich kopalń). Takie ograniczenie wydobycia skutkowałoby redukcją podaży o mniej niż 100 tysięcy ton – stąd ryzyko wydłużenia okresu. Jeśli ograniczenie trwałoby do końca 2020, wówczas wydobycie wyniosłoby 7.3mn ton.

Te ryzyka skłaniają nas do obniżenia prognoz wydobycia na lata 20/21e do poziomu 8.5/8.0mn ton, natomiast prognozowany spadek cen węgla jest obecnie na poziomie 10% w roku 2021 (wobec 7% zakładanych wcześniej). **Te nowe prognozy skutkują spadkiem naszych prognoz EBITDA na rok 2021 o 19%, a także znaczącym ograniczeniem perspektyw wolnych przepływów pieniężnych i dywidend. Rezultatem jest obniżenie rekomendacji do Sprzedaj a cena docelowa zostaje ograniczona do PLN 18.8.**

Kryzys węglowy w pełni w 2020

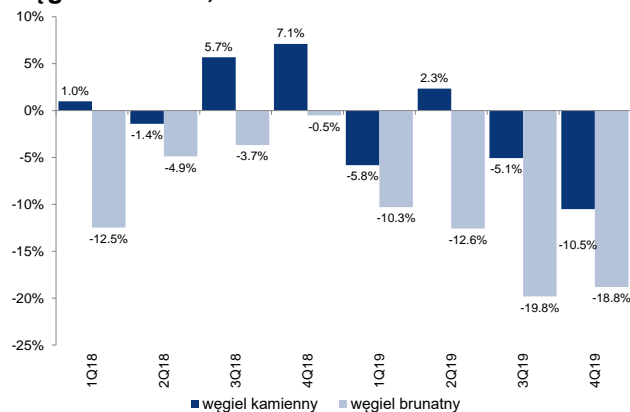
Pogorszenie fundamentów polskiego rynku węgla obserwowane przez nas w przeciągu 2019 roku zaczyna wchodzić w fazę kryzysu węglowego w 2020. Popyt na energię elektryczną w Polsce spadł o 0.9% rdr (vs. nasza prognoza spadku o 0.5%), a jednostki konwencjonalne były główną ofiarą niskiego popytu, ponieważ były wypchnięte z rynku przez rosnący import energii elektrycznej, a także rosnącą generacją z wiatru i gazu. Wytwarzanie energii z węgla kamiennego spadło o 5.1% rdr w 2019 i było to najwyższe tempo spadku od 2012 roku. Jednak popyt na węgiel energetyczny z sektora energetyki spadł więcej, bo o 10.1% rdr, co wynikało z rosnącego udziału nowych, efektywniejszych bloków węglowych. Szacujemy, że produkcja z nowych bloków (Kozienice/Opole) wzrosła o ok 86% rdr, podczas gdy wytwarzanie ze starych bloków węglowych spadło o 11% rdr.

Rdr zmiana popytu na konsumpcję energii elektrycznej w Polsce w latach 2015-2019



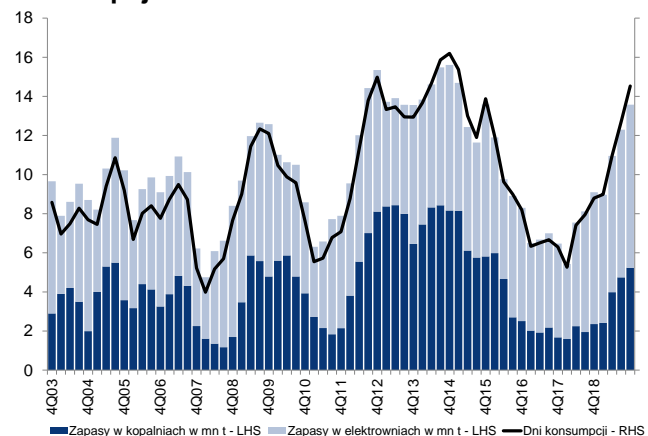
Źródło: PSE-Operator, Erste Securities Polska

Rdr zmiana wytwarzania energii według typu węgla w Polsce, 2018-19



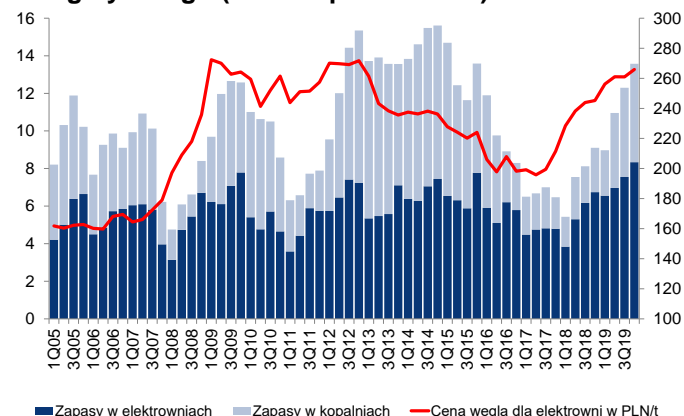
Ten sam kierunek zmian w strukturze wytwarzania z węgla energetycznego pomiędzy nowymi i starymi blokami jest również spodziewany w roku 2020. Rezultatem tak słabego popytu na węgiel z sektora energetycznego są rosnące zapasy węgla, które urosły do 13.5mn ton na koniec 2019 tj wyżej o 49% rdr i do najwyższego poziomu od 4Q'15 (najwyższy poziom zapasów w wielkości 15.6mn ton miał miejsce w 4Q'14).

Zapasy węgla w Polsce w milionach ton i w dniach konsumpcji



Źródło: ARE, ARP, Erste Securities Polska

Zapasy węgla (mn ton – lewa skala) i ceny węgla energetycznego (PLN/t – prawa skala)



Tak wysokie zapasy wystarczają na 145 dni konsumpcji i ten wskaźnik jest najwyższy od 1Q'15 (najwyższy poziom wskaźnika wyniósł 162 dni).

Historycznie tak wysokie zapasy powodowały presję na ceny węgla i skutkowały niższymi cenami w ciągu kolejnych kilku kwartałów. Obecnie nie widać jeszcze wpływu na ceny węgla i to pomimo niskich zagranicznych cen węgla. Biorąc pod uwagę wybory prezydenckie w maju tego roku, politycy zapewne będą usiłować utrzymać obecne wysokie ceny węgla aż do ich zakończenia. Jednakże perspektywa cenowa po wyborach czyli w 2H'20 i później jest według nas narażona na wysokie ryzyko spadków cen, biorąc pod uwagę pozycję konkurencyjną węgla względem innych paliw.

Perspektywa roku 2020 dla węgla energetycznego jest więc trudna już na starcie w związku z wysokim poziomem zapasów, ale jednocześnie spodziewamy się, że będzie ona dodatkowo obciążona przez spodziewany spadek popytu. Po słabym okresie 4Q'19 dla sektora energetycznego nastąpił jeszcze słabszy styczeń obecnego roku, w którym:

- popyt na energię elektryczną spadł o 4.3% rdr,
- spadło wytwarzanie z węgla kamiennego o 13.7% rdr,
- wzrosty na wietrze i gazie wyniosły 20-30% rdr

Tak słabe dane początku roku skłoniły nas do znaczącej rewizji naszych prognoz na rok 2020. Spadek popytu na energię elektryczną jest prognozowany na poziomie 1.5% rdr (vs. 0% poprzednio), podczas gdy spadek wytrwania z węgla obniżamy o 5% względem naszej wcześniejszej prognozy. Jednocześnie prognozujemy 67% wzrost rdr wytwarzania z nowych, efektywnych bloków węglowych (głównie Opole i Jaworzno), podczas gdy wytwarzanie ze starych bloków węglowych spadnie o 13% rdr. Rezultatem jest 2.7% rdr spadek wytwarzania z węgla kamiennego i 4.6% rdr spadek popytu na węgiel kamienny z sektora energetycznego. Oznacza to spadek naszych prognoz popytu na węgiel o 4% względem naszych listopadowych prognoz. Biorąc pod uwagę dwucyfrowe spadki wytwarzania z węgla kamiennego w styczniu tego roku, to nadchodzące miesiące muszą przynieść znaczącą poprawę, żeby nasza prognoza została spełniona.

Zmiana prognoz dla polskiego rynku energii i popytu na węgiel kamienny z sektora energetycznego w 2020 roku

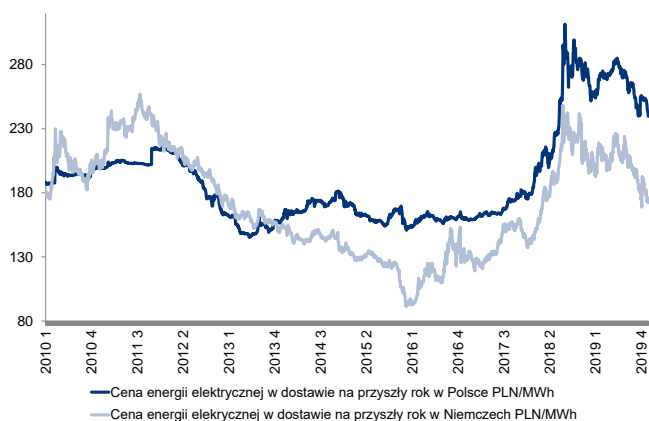
	2019			2020p		
	Listopadowa prognoza	Ostateczne dane	Różnica	Listopadowa prognoza	Nowa prognoza	Różnica
Popyt	170.1	169.4	-0.4%	170.1	166.9	-1.9%
Wzrost rdr popytu	-0.5%	-0.9%		0.0%	-1.5%	
Import	10.0	10.6	6.2%	10.0	12.0	20.0%
Wytwarzanie	160.1	158.8	-0.8%	160.1	154.9	-3.3%
Węgiel brunatny	42.1	41.5	-1.4%	42.1	37.4	-11.3%
Węgiel kamienny	80.3	78.2	-2.6%	80.1	76.1	-5.0%
Gaz	11.5	12.1	5.2%	11.5	13.9	21.0%
Wiatr	13.3	13.9	4.5%	13.5	14.4	6.9%
Inne	12.9	13.1	1.3%	12.9	13.1	1.3%
Popyt na węgiel kamienny z energetyki	36.7	35.4	-3.6%	35.2	33.8	-4.0%

Źródło: PSE-Operator, ARE, Erste Securities Polska

Skala ryzyk dla popytu na węgiel energetyczny związana ze zmianami popytu na energię elektryczną a także zmianami struktury wytwarzania ponownie będzie wysoka – według naszych oczekiwań. Wynika to z pozycji konkurencyjnej węgla względem innych paliw, a także względem ceny importowanej energii. Polskie ceny energii z dostawą na przyszły rok są obecnie wyższe od cen niemieckich o około 40% (wobec średniej premii

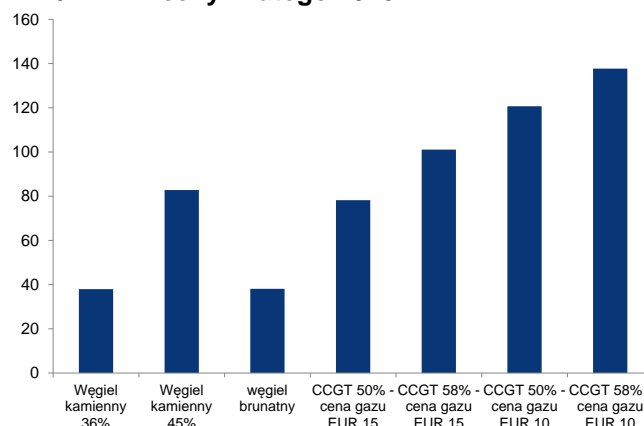
wynoszącej 30% w 2019), co zwiększa zachęty do zwiększania importu tańszej energii zagranicznej wypychając z rynku krajowe źródła wytwarzania. Także konkurencja pomiędzy krajowymi mocami wytwórczymi jest wysoka co związane jest z rosnącymi mocami w wietrze i niskimi cenami gazu, co skutkuje 2-3 krotnie wyższymi czystymi marżami w jednostkach gazowych od starych bloków węglowych. Również konkurencja pomiędzy jednostkami opartymi o węgiel kamienny i brunatny pozostaje wysoka a nasze estymacje wskazują, że jednostki oparte o węgiel brunatny wciąż uzyskują wyższe marże. Wyższy spadek wytwarzania z jednostek na węgiel brunatny widoczny w 2019 roku wynikał więc według nas nie tylko z przesłanek ekonomicznych. Nasze estymacje wskazują, że ceny węgla kamiennego musiałyby spaść o około 7% aby być tak samo konkurencyjne jak węgiel brunatny (choć zapewne wówczas ceny energii elektrycznej także by spadły).

Cena energii elektrycznej w dostawie na przyszły rok w Polsce i Niemczech w PLN/MWh



Źródło: Bloomberg, TGE, Erste Securities Polska

Czyste marże w podziale na paliwa w Polsce w PLN/MWh – ceny z lutego 2020



Taka pozycja konkurencyjna węgla przekłada się na znaczące ryzyka dla popytu na węgiel. Analiza scenariuszowa obrazuje skalę tych ryzyk. Główne założenia w naszej analizie to założenie 15% rdr wzrostu wytwarzania z gazu i 4% rdr wzrostu wytwarzania z wiatru a także import energii wynoszący 12TWh. Scenariusze spadku popytu na energię elektryczną w zakresie 0 – 3% skutkują spadkiem popytu na węgiel o nawet 10% rdr (zakładając również 10% spadek wytwarzania z węgla brunatnego) i jedynie scenariusze ze spadkami importu i spadkami popytu na energię nie większymi niż 2% pozwalają na utrzymanie/wzrost popytu na węgiel.

Popyt na węgiel energetyczny z sektora energetyki w 2020 w milionach ton w zależności od rocznej zmiany popytu na energię elektryczną i ilości importu

		rdr zmiana popytu na energię elektryczną						
		-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Import energii w TWh	14	30.9	31.7	32.5	33.2	34.0	34.8	35.6
	13	31.4	32.1	32.9	33.7	34.5	35.3	36.1
	12	31.8	32.6	33.4	34.2	35.0	35.7	36.5
	11	32.3	33.1	33.8	34.6	35.4	36.2	37.0
	10	32.7	33.5	34.3	35.1	35.9	36.7	37.4
	9	33.2	34.0	34.8	35.6	36.3	37.1	37.9
	8	33.7	34.5	35.2	36.0	36.8	37.6	38.4
7	34.1	34.9	35.7	36.5	37.3	38.0	38.8	

Źródło: Erste Group Research

Zmiana rdr popytu na węgiel energetyczny z sektora energetyki w 2020 w zależności od rocznej zmiany popytu na energię elektryczną i ilości importu

		rdr zmiana popytu na energię elektryczną						
		-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Import energii w TWh	14	-13%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	1%
	13	-11%	-9%	-7%	-5%	-3%	0%	2%
	12	-10%	-8%	-6%	-3%	-1%	1%	3%
	11	-9%	-7%	-4%	-2%	0%	2%	4%
	10	-7%	-5%	-3%	-1%	1%	4%	6%
	9	-6%	-4%	-2%	0%	3%	5%	7%
	8	-5%	-3%	0%	2%	4%	6%	8%
	7	-4%	-1%	1%	3%	5%	7%	10%

Źródło: Erste Group Research

Większość scenariuszy zmiany wytwarzania z węgla brunatnego także przekłada się na spadek popytu na węgiel ponieważ wytwarzanie z brunatnego musi spadać co najmniej w zakresie 5-15% przy pozytywnej dynamice popytu na energię ażeby zmiana popytu na węgiel była dodatnia. Jeśliby popyt na energię spadał o 1% lub więcej wówczas wytwarzanie z węgla brunatnego musi spadać o co najmniej 20% ażeby utrzymać popyt na węgiel energetyczny, a wyższe spadki popytu na energię skutkują spadkami popytu na węgiel nawet gdy wytwarzanie z brunatnego spada o 20%.

Zmiana rdr zmiana popytu na węgiel energetyczny z sektora energetycznego w zależności od zmiany konsumpcji energii i zmiany wytwarzania węgla brunatnym

		rdr zmiana popytu na energię elektryczną						
		-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
zmiana rdr wytwarzania z węgla brunatnego	10%	-21%	-19%	-17%	-14%	-12%	-10%	-8%
	5%	-18%	-16%	-14%	-12%	-9%	-7%	-5%
	0%	-16%	-13%	-11%	-9%	-7%	-4%	-2%
	-5%	-13%	-11%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%
	-10%	-10%	-8%	-6%	-3%	-1%	1%	3%
	-15%	-7%	-5%	-3%	-1%	1%	4%	6%
	-20%	-5%	-2%	0%	2%	4%	6%	9%

Źródło: Erste Securities Polska

LW Bogdanka ponownie niewinną ofiarą kryzysu węglowego

Pomimo wymagającej sytuacji rynkowej wynikającej z bardzo wysokich zapasów i spadku popytu na węgiel o 10% LW Bogdanka zdołała sobie świetnie poradzić w roku 2019. Zapasy węgla wyniosły 173 tysięcy ton na koniec 2019 czyli wynosiły tylko 1.9% rocznej produkcji, podczas gdy zapasy górnośląskich kopalń urosły do 10% rocznej produkcji – według naszych szacunków. Zdolność ulokowania na rynku praktycznie całego wydobycia w tak trudnych warunkach rynkowych wynika według nas z silnej pozycji konkurencyjnej Bogdanki.

Jednakże ta sytuacja się zmieniła tydzień temu gdy pan prezes Wasil ogłosił tymczasowe ograniczenie wydobycia o 25% do końca lutego, co było odpowiedzią na sytuację rynkową. Później prezes Wasil ogłosił, że strategiczny cel produkcyjny w zakresie 9.0-9.4mn ton jest wciąż celem na rok 2020.

Nasze założenia co do wolumenu wydobycia pozostają bardzo ostrożne, co związane jest z faktem, że 2 tygodniowe ograniczenie wydobycia jest zbyt

małe by wpłynąć na obecną sytuację rynkową. Według naszych szacunków takie ograniczenie wydobycia skutkowałoby spadkiem podaży węgla o mniej niż 100 tysięcy ton, co jest wielkością zbyt niewielką do zrównoważenia rynku. Stąd ryzyko wydłużenia okresu ograniczenia wydaje się nam znaczące. Wydłużenie go do końca 1Q'20 ograniczyłoby podaż o około 270 tysięcy ton, a wydłużenie do końca 2020 ograniczyłoby podaż o ponad 2mn ton – według naszych szacunków.

W związku ze skalą ryzyk i nową rolą Bogdanki w stabilizowaniu polskiego rynku węgla obniżamy nasze prognozy wydobycia na rok 2020 do poziomu 8.5mn ton z 9.6mn oczekiwanych wcześniej, a jednocześnie prognozy wydobycia na lata 2021-24 są obniżone do 8mn ton, co wynika z oczekiwanej długiej nadpodaży w Polsce. Jednocześnie utrzymujemy optymistyczne założenia do poziomu uzysku na poziomie 66% w całym okresie prognozy. Jednocześnie obniżamy prognozę wielkości robót przygotowawczych do poziomu 29km w 2020 i do 24km w kolejnych latach w związku ze spodziewanym niższym wydobyciem. Prognoza nakładów inwestycyjnych zostaje obciążona do PLN 500mn w 2020e i do PLN 450mn w kolejnych latach.

Cena węgla jest założona na płaskim poziomie w 2020 a następnie spada o 10% w roku 2021 i pozostaje płaska w kolejnych latach. Nasze założenia wolumenowe i cenowe wynikają więc wprost z sytuacji bilansu podaży i popytu i oczekiwanego okresu dojścia do poziomu równowagi.

Kluczowe dane finansowe i operacyjne, 2017- 22e

PLN mn	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Wydobycie brutto - mn ton	13.98	14.89	14.54	12.88	12.12	12.12
Wydobycie netto - mn ton	9.05	9.01	9.45	8.50	8.00	8.00
Uzysk (%)	64.7%	60.5%	65.0%	66.0%	66.0%	66.0%
Wyróbiska, km	30.7	37.0	30.0	29.0	24.0	24.0
Cena węgla PLN/t	195.5	203.6	234.6	234.6	211.1	211.1
Zmiana rdr ceny węgla	-0.4%	4.2%	15.2%	0.0%	-10.0%	0.0%
Koszt gotówkowy jednostkowy PLN/t	123.9	160.4	156.2	162.3	158.0	159.1
Zmiana rdr jednostkowego kosztu	-10.9%	29.4%	-2.6%	3.9%	-2.7%	0.7%
EBITDA - bez zdarzeń jednorazowych	711.2	438.0	798.9	662.8	473.5	464.8
EBITDA na tonę	78.6	48.6	84.5	78.0	59.2	58.1
Operacyjne przepływy pieniężne	608.5	458.9	611.8	611.9	466.5	452.2
Nakłady inwestycyjne	372.5	426.1	500.0	500.0	450.0	450.0
Wolne przepływy pieniężne	236.1	32.8	111.8	111.9	16.5	2.2
Wolne przepływy pieniężne na akcję	6.9	1.0	3.3	3.3	0.5	0.1
Zadłużenie netto	-112.8	-153.7	-240.0	-290.3	-270.1	-272.2

Źródło: spółka, Erste Securities Polska

Zmiany prognoz

Zaraportowane wstępne wyniki za rok 2019 powodują nasze dostosowanie naszych prognoz do podanych liczb.

Prognozy dla lat 2020-22 są zmienione uwzględniając obecną perspektywę dla popytu na węgiel z sektora energetyki czyli spadku o 4.6% w 2020 roku. Prognoza wolumenów produkcji jest obniżona do 8.5/8.0mn ton w 2020e/późniejszym okresie, natomiast ceny węgla energetycznego są obniżone w roku 2021 o 10% rdr (vs. wcześniej zakładany spadek o 7%).

Zmiany prognoz

Skonsolidowane, IFRS (PLN, mn)	2020e			2021e			2022e		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	1 952.9	2 242.8	-12.9%	1 648.0	2 041.0	-19.3%	1 648.0		brak
EBITDA	662.8	791.8	-16.3%	473.5	585.8	-19.2%	464.8		brak
EBIT	223.7	352.7	-36.6%	7.9	118.6	-93.3%	-13.4		brak
Zysk netto	183.8	288.3	-36.2%	8.0	97.6	-91.8%	-10.9		brak

Źródło: Erste Securities Polska

Wycena

Używamy modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF – jako naszego głównego narzędzia wycenowego, opierając się na prognozach dla szczegółowego okresu lat 2020-24. Korzystamy ze stopy dyskontowej opartej o średnio ważony koszt kapitału (WACC), wartości rezydualnej opartej o rentę wieczystą, a także rozwodnionej liczbie akcji. Model DCF odzwierciedla wartość akcji LW Bogdanki w bardziej właściwy sposób niż metody porównawcze, ponieważ zawiera on szczegółowe dane pieniężne dla przyszłych okresów.

Założenia

Nasze estymacje są sporządzone w oparciu o następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka 2.1%, premia za kapitał własny 6%, premia za kapitał obcy 2%
- Nakłady inwestycyjne prognozowane są w relacji do zakładanych poziomów wydobycia.
- Prognoza ceny węgla wynika z oczekiwań rynkowych w zakresie występowania deficytu/nadpodaży. Zakładamy więc płaskie ceny węgla w 2020 w związku z już podpisanymi umowami, a następnie spadek cen o 10% w roku 2021 w związku z narastającą presją ze strony nadpodaży. Nie widzimy miejsca do wzrostu cen węgla w późniejszym okresie.
- Założona marża w okresie rezydualnym jest obniżona z 6.0% do 2.0% w związku z pogorszeniem się fundamentów rynku węgla kamiennego widoczne w okresie 2019/20 a także spodziewanym długim okresem rozwiązywania tego problemu. Po roku 2025 zakładany jest spadek popytu na węgiel w związku ze spodziewanym zamykaniem jednostek węglowych w tym okresie związane z końcem rynku mocy.
- Strona kosztowa jest prognozowana w oparciu o prognozowane wolumeny produkcji i zakres robót przygotowawczych. Zakres robót przygotowawczych w latach 200/21 jest prognozowany spadek do poziomu 29/24km i na płaskim poziomie w późniejszych okresach. Niższe koszty robót przygotowawczych, a także niższe oczekiwania płacowe pracowników związane z kryzysem węglowym przekładają się na nasze oczekiwania utrzymania jednostkowego kosztu gotówkowego na płaskim poziomie.
- Nominalna stawka podatkowa jest założona na poziomie 19% w 2020-24.

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

Wskaźniki grupy porównawczej

	C/Z			EV/EBITDA		
	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
GLENCORE PLC	16.0	12.9	12.3	6.2	5.5	5.1
WHITEHAVEN COAL LTD	22.4	10.9	10.1	7.2	5.2	4.9
CNX RESOURCES CORP	76.6	125.7	15.9	6.5	5.6	6.7
PEABODY ENERGY CORP	neg	103.2	neg	3.0	2.4	2.4
ARCH COAL INC - A	5.3	4.2	3.3	2.8	2.4	2.1
CHINA SHENHUA ENERGY CO-A	7.4	7.6	7.5	3.9	4.0	4.0
COAL INDIA LTD	6.2	5.9	5.7	3.3	3.1	2.9
BUMI SERPONG DAMAI PT	9.1	10.3	10.3	8.6	8.1	7.8
ADARO ENERGY TBK PT	7.0	7.5	7.5	3.6	3.7	3.7
BANPU PUBLIC CO LTD	14.5	10.3	na	11.3	9.9	8.7
YANZHOU COAL MINING CO-H	3.1	3.5	3.8	5.6	6.3	6.3
SHANXI COKING CO LTD-A	6.7	6.0	6.5	na	na	na
Mediana	7.4	8.9	7.5	5.6	5.2	4.9
LW Bogdanka	3.9	89.8	na	0.7	1.0	1.0
<i>Premia/dyskonto</i>	<i>-47%</i>	<i>905%</i>	<i>na</i>	<i>-88%</i>	<i>-81%</i>	<i>-81%</i>
Implikowana wartość	39.8	2.1	na	101.1	65.1	58.8

Źródło: Factset, Erste Group Research

Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	9.0%
Koszt kapitału obcego	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	6.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	4.9%
Udział kapitału własnego	99%	99%	99%	99%	99%	99%
WACC	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	9.0%

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	NY / TV
<i>Wzrost przychodów</i>	-9.5%	-15.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	223.7	7.9	-13.4	-33.0	-33.0	33.0
<i>Marża EBIT</i>	11.5%	0.5%	-0.8%	-2.0%	-2.0%	2.0%
<i>Stopa podatkowa</i>	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Opodatkowanie EBIT	-42.5	-1.5	2.5	6.3	6.3	-6.3
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	181.2	6.4	-10.9	-26.7	-26.7	26.7
+ Amortyzacja	439.1	465.5	478.2	489.1	489.1	489.1
<i>Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja</i>	113.9%	96.7%	94.1%	92.0%	92.0%	99.4%
+/- Zmiana kapitału pracującego	-6.2	-9.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów</i>						
- Inwestycje rzeczowe	-500.0	-450.0	-450.0	-450.0	-450.0	-492.0
Wolne przepływy pieniężne do przedsięw.	126.5	31.1	17.4	12.4	12.4	23.8
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>						0.0%
Wartość rezydualna						265.5
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne -	117.1	26.6	13.8	9.1	8.4	180.3
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2019	355.2					
Udziały mniejszości	10.2					
Dług netto	-240.0					
Inne aktywa	0.0					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2019	585.1					
Liczba akcji (mn)	34.0					
Koszt kapitału własnego	8.1%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	18.8					
Obecna cena akcji (PLN)	21.0					
<i>Up/Downside</i>	-10.5%					

Podział wartości firmy



Source: Erste Securities Polska

Wrażliwość (na akcję)

		Marża EBIT w okresie rezydualnym				
		-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%
WACC	8.0%	4.9	12.2	19.5	26.8	34.2
	8.5%	5.4	12.3	19.1	26.0	32.9
	9.0%	5.8	12.3	18.8	25.3	31.8
	9.5%	6.2	12.3	18.5	24.7	30.8
	10.0%	6.5	12.4	18.2	24.1	29.9
		Wzrost w okresie rezydualnym				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
WACC	8.0%	18.2	18.8	19.5	20.5	21.7
	8.5%	18.0	18.5	19.1	20.0	21.0
	9.0%	17.7	18.2	18.8	19.5	20.5
	9.5%	17.5	18.0	18.5	19.1	20.0
	10.0%	17.3	17.7	18.2	18.8	19.5

Erste Securities Polska S.A.

Bogdanka SA

24 February 2020

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
Przychody ze sprzedaży	1 780.3	1 756.7	2 158.4	1 952.9	1 648.0	1 648.0
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-859.2	-1 584.0	-1 652.8	-1 581.7	-1 492.6	-1 513.9
Zysk brutto ze sprzedaży	921.2	172.7	505.6	371.2	155.4	134.1
Koszty sprzedaży i administracyjne	-75.0	-144.5	-146.8	-146.8	-146.8	-146.8
Pozostałe przychody	5.1	34.6	20.0	1.5	1.5	1.5
Pozostałe koszty	-4.0	-0.8	-3.3	-2.2	-2.2	-2.2
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	1 203.6	469.2	798.9	662.8	473.5	464.8
Powtarzalna EBITDA - bez zdarzeń jednorazowych	711.2	438.0	798.9	662.8	473.5	464.8
Amortyzacja	356.4	407.2	423.4	439.1	465.5	478.2
Zysk operacyjny - EBIT	847.3	62.0	375.5	223.7	7.9	-13.4
Przychody i koszty finansowe	-18.5	2.9	2.8	3.2	1.9	0.0
Pozostałe przychody/koszty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	828.8	64.9	378.3	226.9	9.8	-13.4
Podatek dochodowy	-160.8	-11.1	-70.0	-43.1	-1.9	2.5
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	667.6	53.6	308.4	183.8	8.0	-10.9
Zysk akcjonariuszy Jednostki Dominującej - powtarzalny	273.3	27.3	308.4	183.8	8.0	-10.9
Skonsolidowany bilans	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe	3 240.3	3 270.3	3 346.9	3 407.8	3 392.3	3 364.1
Wartości niematerialne	60.0	58.8	58.8	58.8	58.8	58.8
Pozostałe aktywa trwałe	128.5	134.7	147.6	161.9	177.6	194.8
Razem aktywa trwałe	3 428.8	3 463.8	3 553.4	3 628.6	3 628.7	3 617.7
Zapasy	62.6	83.4	86.3	78.1	65.9	65.9
Należności	209.1	203.5	291.4	263.6	222.5	222.5
Inne aktywa obrotowe	23.5	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	434.9	170.9	300.0	400.0	350.0	350.0
Razem aktywa obrotowe	730.1	469.5	689.6	753.6	650.2	650.2
RAZEM AKTYWA	4 158.9	3 933.4	4 243.0	4 382.2	4 278.9	4 268.0
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	2 891.5	2 939.9	3 222.8	3 344.9	3 316.1	3 305.3
Udziały niekontrolujące	10.0	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	17.0	13.9	30.0	54.9	40.0	38.9
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	205.3	213.7	213.7	213.7	213.7	213.7
Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	119.5	132.3	132.3	127.4	125.0	125.0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	170.6	176.5	176.5	176.5	176.5	176.5
Razem zobowiązania długoterminowe	512.4	536.4	552.5	572.4	555.1	554.0
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	305.2	3.2	30.0	54.9	40.0	38.9
Zobowiązania handlowe	315.9	331.1	313.0	283.2	239.0	239.0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	123.8	112.5	114.6	116.6	118.6	120.6
Razem zobowiązania krótkoterminowe	744.9	446.8	457.5	454.6	397.5	398.5
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	4 158.9	3 933.4	4 243.0	4 382.2	4 278.9	4 268.0
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	608.52	458.87	611.81	611.93	466.55	452.15
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-372.05	-418.23	-500.00	-500.00	-450.00	-450.00
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-342.64	-304.78	17.33	-11.93	-66.55	-2.15
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	-106.18	-264.14	129.14	100.00	-50.00	0.00
Marże i wskaźniki	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Wzrost przychodów rdr	-0.3%	-1.3%	22.9%	-9.5%	-15.6%	0.0%
Marża EBITDA - bez zdarzeń jednorazowych	39.9%	24.9%	37.0%	33.9%	28.7%	28.2%
Marża EBIT	47.6%	3.5%	17.4%	11.5%	0.5%	-0.8%
Marża zysku netto - bez zdarzeń jednorazowych	15.4%	1.6%	14.3%	9.4%	0.5%	-0.7%
ROE	12.0%	0.9%	10.5%	5.7%	0.2%	-0.3%
ROCE	22.0%	1.6%	9.9%	8.1%	2.7%	2.2%
Wskaźnik kapitału własnego	69.5%	74.7%	76.0%	76.3%	77.5%	77.4%
Dług netto	-112.8	-153.7	-240.0	-290.3	-270.1	-272.2
Kapitał pracujący	-14.8	22.7	246.5	335.4	273.2	275.8
Wskaźnik rotacji zapasów	12.8	21.7	19	19.2	20.5	21.8

Źródło: dane Spółki, Erste Securities Polska

Zastrzeżenia prawne

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

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

Erste Securities Polska S.A.

Bogdanka SA
24 February 2020

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

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

Ważne Ujawnienia

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

Ogólne ujawnienia

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

Konflikty interesów

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

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

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

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

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

Definicje ocen Erste Group

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

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

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

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

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

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

Erste Securities Polska S.A.

Bogdanka SA

24 February 2020

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

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

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

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

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

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

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

Odnosiniki

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

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

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

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

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

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

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

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

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

Rumunia: Banca Comercială Română jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

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

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

Turcja: Tarkus Advisory, nieregulowana turecka firma doradcza, jest wyłącznym partnerem Erste Group Bank AG w zakresie badań inwestycyjnych i działa w imieniu Erste Group Bank AG na rzecz tureckich emitentów. Za treści, oceny i ceny docelowe odpowiada wyłącznie Erste Group Bank AG.

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

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

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2020. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.

Departament Analiz

Ul. Królewska 16

00-103 Warszawa

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

oraz:

Erste Group Bank AG

Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Erste Securities Polska S.A.

Bogdanka SA

24 February 2020

Siedziba: Wiedeń

Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m

Sądzie Gospodarczym w Wiedniu

Strona internetowa Erste Group: www.erstegroup.com