



Dom Maklerski BDM S.A.

## LW BOGDANKA

### RAPORT ANALITYCZNY

Początek bieżącego roku nie był udany dla spółki. Na sentyment inwestycyjny negatywny wpływ mają m.in. słabe wyniki zaprezentowane w 1Q'18. Przyjęliśmy też chłodno rozluźnienie polityki kosztowej w ramach spółki oraz decyzję o braku wypłaty dywidendy z zysku wypracowanego w 2017 roku. W krótkim terminie trudno nam nadal doszukać się wyraźnych i pozytywnych impulsów do szybkiej budowy wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. W bieżącej analizie większy akcent kładziemy na horyzont średnioterminowy. Decydujemy się na utrzymanie pozytywnego nastawienia do walorów spółki z uwagi na postępujące wzrosty PSCMI1 oraz nowe impulsy dla cen węgla na rynkach zagranicznych. W naszej symulacji liczymy, że spółka w perspektywie 2019/2020 powinna być w stanie wypracowywać EBITDA w pobliżu 700 mln PLN. Dlatego czekając na odczuwalne wzrosty cenników w 2019 roku utrzymujemy zalecenie Kupuj, ustalając ceną docelową na poziomie 66,5 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka na lata 2018-2019 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 3,2x-2,4x.

Rezultaty za 1Q'18 okazały się słabsze w relacji r/r. Przychody spółki były niższe o ponad 14% r/r. Na spadek przychodów ogółem złożył się niższy wolumen sprzedanego węgla (efekt -88,6 mln PLN względem 1Q'17), jednocześnie spółka miała wyższe cenniki (efekt +32,6 mln PLN w porównaniu do 1Q'17). Tym samym EBITDA skonsolidowana spadła o 29,1% r/r do 127,5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że pozytywny wpływ na finalny odczyt EBITDA miało zdarzenie jednorazowe w kwocie ok 28,7 mln PLN (skutek rozliczenia umowy zawartej z MS Warszawa). Na poziomie netto spółka zaraportowała zysk w kwocie 23 mln PLN.

Spółka poinformowała, że prace na polu Stefanów przebiegają w szybszym tempie niż wcześniejsze założenia. Przypominamy, że trwają prace drażenia chodnika, który ma udostępnić pokład 391 w polu VIII w Stefanowie. Liczymy, że wspomniany pokład będzie cechowała miąższość powyżej 2,3 m na większości obszarów pola przy dobrych parametrach kaloryczności wydobywanego węgla.

Zakładamy, że kolejne kwartały br. przyniosą poprawę wydobycia przez LWB. Tym samym w całym 2018 roku w modelu przyjęliśmy poziom produkcji nawet symbolicznie wyższy niż w 2017 roku (9,05 mln ton). W 2019 roku oczekujemy wzrostu wydobycia o ponad 100 tys. ton w ujęciu r/r. W kolejnych dwóch latach liczymy na dalszy wzrost produkcji do 9,5 mln ton w 2021 roku.

Podtrzymujemy też tezę z poprzednich raportów, że w perspektywie kilku lat powinno dojść do trwałego wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałów węglowych na potrzeby energetyczne. Dlatego oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka prawdopodobnie zwiększy wydobycie ponad cele z obecnej strategii (w modelu na obecnym etapie nie uwzględniamy wciąż możliwości produkcji powyżej 9,5 mln ton/rok).

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	1 786,3	1 780,3	1 822,1	1 964,5	2 077,8	2 153,1
Sprzedaż [mln ton]	9,14	9,15	8,98	9,10	9,33	9,50
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>599,2</b>	<b>1203,6</b>	<b>538,9</b>	<b>673,5</b>	<b>708,2</b>	<b>711,0</b>
EBIT [mln PLN]	237,0	847,3	143,2	273,1	301,1	298,0
Wynik netto [mln PLN]	181,5	667,6	111,8	217,4	241,3	240,1
EV/EBITDA (x)	3,2x	1,4x	3,2x	2,4x	2,2x	2,1x
P/E (x)	10,0x	2,7x	16,2x	8,3x	7,5x	7,5x
DPS [PLN]	0,0	1,0	0,0	1,1	2,2	2,5

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 66,50 PLN**

14 CZERWIEC 2018 (09:40 CEST)

Wycena końcowa [PLN]	66,50
Potencjał do wzrostu / spadku	+26%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	53,0
Kapitalizacja [mld PLN]	1,81
Ilość akcji [mln. szt.]	34,14
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	70,70
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	44,70
Stopa zwrotu za 3 mc	-1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-26%
Stopa zwrotu za 9 mc	-32%
Akcjonariat	
Grupa Enea	66%
TFI PZU	9,8%

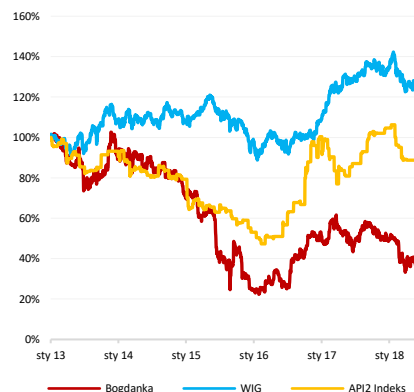
**Maciej Bobrowski**

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

## SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'18.....	9
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2018 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	11
KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO.....	14
CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE.....	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	17

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Początek bieżącego roku nie był udany dla spółki. Na sentyment inwestycyjny negatywny wpływ mogły mieć słabe wyniki zaprezentowane w 1Q'18. Przyjęliśmy też chłodno rozluźnienie polityki kosztowej w ramach spółki oraz decyzję o braku wypłaty dywidendy z zysku wypracowanego w 2017 roku. Tym samym spółka jest obecnie handlowana przy historycznie niskich mnożnikach EV/EBITDA.

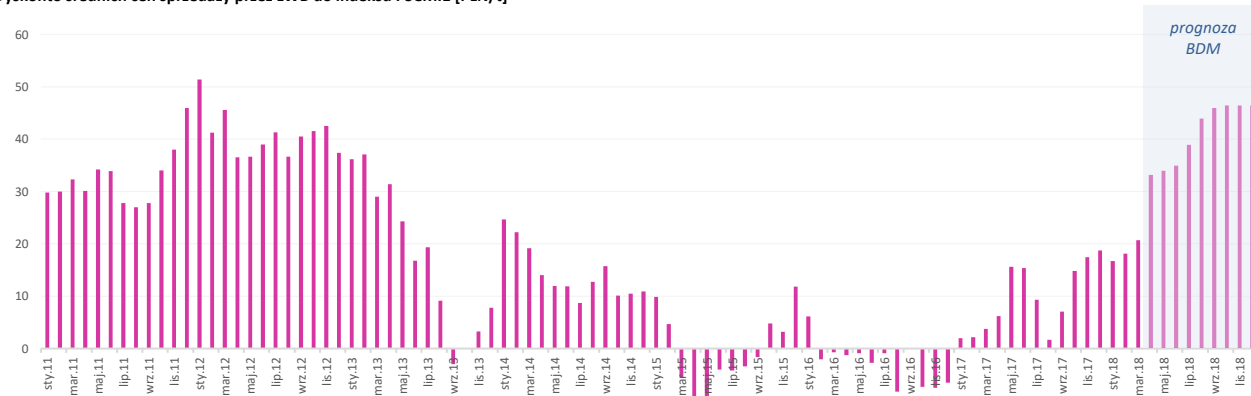
W krótkim terminie trudno nam nadal doszukać się wyraźnych i pozytywnych impulsów do szybkiej budowy wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. W bieżącej analizie większy akcent kładziemy na horyzont średnioterminowy i z uwagi na postępujące silne wzrosty PSCMI1 oraz nowe impulsy dla cen węgla na rynkach zagranicznych decydujemy się na utrzymanie pozytywnego nastawiania do walorów spółki. Liczymy, że spółka w perspektywie 2019/2020 powinna być w stanie wypracowywać EBITDA w pobliżu 700 mln PLN. Dlatego czekając na odczuwalne zwwyżki cenników w 2019 roku utrzymujemy zalecenie Kupuj ustalając ceną docelową na poziomie 66,5 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka na lata 2018-2019 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 3,2x-2,4x.

### Podsumowanie wyceny LWB

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	2,13	62,45
B	Wycena porównawcza	2,41	70,56
<b>C</b>	<b>Wycena końcowa (A*0,5 + B*0,5)</b>	<b>2,27</b>	<b>66,50</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Dyskonto średnich cen sprzedaży przez LWB do indeksu PSCMI1 [PLN/t]

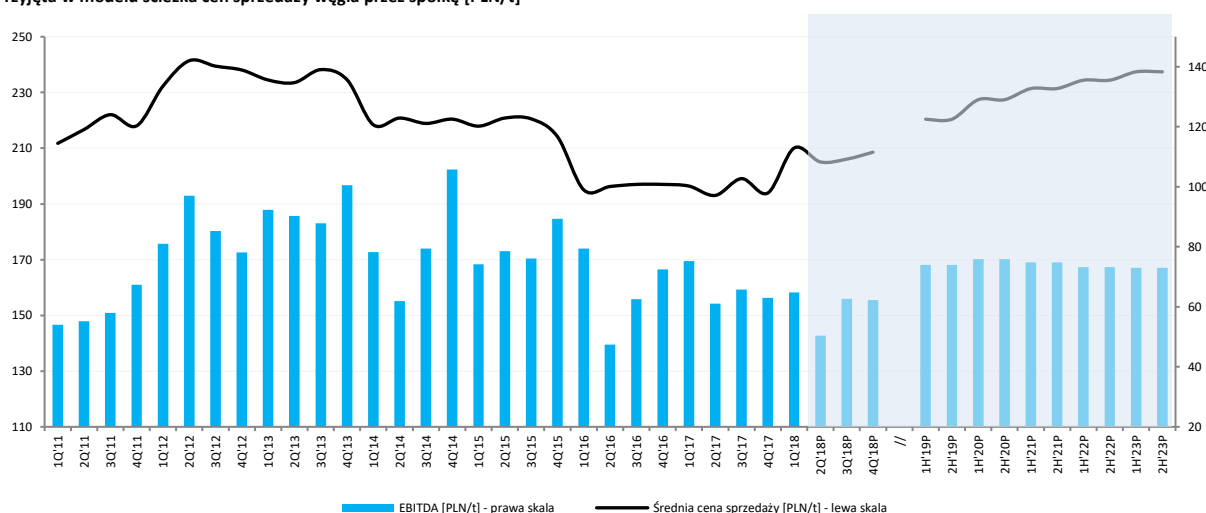


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszej poprzedniej analizie z grudnia'17 pisaliśmy, że spodziewamy się odczytów PSCMI1 na koniec 1Q'18 w okolicy 230 PLN/t. Ostatnie dane ARP wskazują, że w kwietniu'18 średnie ceny PSCMI1 wyniosły ponad 238 PLN/t. Spodziewamy się, że kolejne miesiące br. przyniosą kontynuację wzrostów cen węgla energetycznego w Polsce. Na koniec 2018 roku oczekujemy, że PSCMI1 będzie w okolicy 255 PLN/t i 2019 rok (wraz z uwzględnieniem nowych warunków umów długoterminowych) może rozpocząć się kolejnym impulsem wzrostowym doprowadzając ceny węgla energetycznego w okolice pułapów jakie widzieliśmy w 2012 roku. Tym samym przy założeniu, że LWB będzie w kolejnych kwartałach br. utrzymywać dość stabilne cenniki, na koniec bieżącego roku różnica względem PSCMI1 może wynieść ponad 45 PLN/t (w scenariuszu dalszych płaskich cenników LWB mamy perspektywę powiększenia dyskonta w 1Q'19 do nawet ponad 65 PLN/t).

Jesteśmy zatem przywiązani do scenariusza, że przy płaskich cennikach LWB, w grudniu'18 będziemy obserwowali historycznie wysokie dyskonto w warunkach handlowych! (na tle średnich danych PSCMI1). Dlatego oczekujemy, że na 2019 rok LWB uda się wynegocjować znaczącą poprawę warunków handlowych z głównymi odbiorcami. W scenariuszu bazowym uwzględnianiami podwyżkę średnich cenników spółki do 220,5 PLN w 1Q'19. W kolejnych dwóch latach w modelu przyjęliśmy stopniowy dalszy wzrost cen sprzedawanego węgla do ok 231,4 PLN/t w 2021 roku. Zaprezentowane podejście jest wg nas konserwatywne i w przyszłości nie wykluczamy rewizji w górę przyjętych cen sprzedawanego węgla.

Przyjęta w modelu ścieżka cen sprzedaży węgla przez spółkę [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Kluczowe znaczenie dla wyników spółki ma cena węgla sprzedawanego do energetyki na rynku krajowym. W latach 2015-2016 krytyczna sytuacja płynnościowa śląskich zakładów górniczych doprowadziła do ostrej walki cenowej na polskim rynku węgla energetycznego. Aktualnie w Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już ustabilizowana. Czekamy obecnie na kolejne odważniejsze ruchy cenowe PGG i JSW w kontraktacji na 2019 rok. W przypadku LWB na 2018 rok średnie ceny przyjęliśmy na poziomie ok 207 PLN/t i wg nas wyższe cenniki możliwe będą od 2019 roku (przy założeniu utrzymania wyższych poziomów PSCMI1).

Wejście w skład grupy Enea (głównego odbiorcy produkowanego węgla) stworzyło nową sytuację w ustalaniu przyszłej polityki cenowej Bogdanki. Naszym zdaniem należy liczyć się z trwałym dyskontem (kilka %) do PSCMI1.

## WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4,0%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,1.

### Główne założenia (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Na 2018 rok zdecydowaliśmy się obniżyć założenia dla EBITDA z uwagi na słabszy okres 1Q'18 oraz wyższe koszty pracownicze i usług obcych. W kolejnych latach pomimo implementacji wyższych cenników, uwzględniona presja na koszty osobowe i usług obcych wpłynęła na obniżenie naszych oczekiwań dla EBITDA (rewizja o ok -5,4% na rok 2020). Uważamy, że średnioroczna EBITDA w spółce w latach 2019-2021 wyniesie ok 700 mln PLN. Na obecnym etapie oceniamy, że jest to założenie konserwatywne i odważniejszy ruch na przyszłych cennikach może docelowo zmienić nasze podejście.
- Nasze długoterminowe założenia dla rentowności działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć do ok 976 mln PLN, czyli o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki to 693,3,9 mln PLN.
- Łączny Capex spółki w latach 2016-2025 w strategii wynosi 4 mld PLN. Nasz model zakłada poziom inwestycji w tym okresie na poziomie ponad 4,1 mld PLN.

### Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2,13 mld PLN, czyli 62,45 PLN/akcję.

#### Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 822	1 965	2 078	2 153	2 182	2 209	2 236	2 263	2 290	2 318
EBIT [mln PLN]	143,2	273,1	301,1	298,0	275,6	269,8	265,3	266,9	270,0	272,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	27,2	51,9	57,2	56,6	52,4	51,3	50,4	50,7	51,3	51,7
NOPLAT [mln PLN]	116,0	221,2	243,9	241,4	223,3	218,5	214,9	216,2	218,7	220,5
Amortyzacja [mln PLN]	395,7	400,4	407,1	413,1	420,2	424,6	426,7	426,4	426,9	427,8
CAPEX [mln PLN]	-475,9	-477,4	-477,9	-473,7	-458,1	-441,8	-424,8	-430,0	-435,2	-440,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-75,1	-34,9	-13,5	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
FCF [mln PLN]	-39,3	109,3	159,7	179,4	184,3	200,4	215,7	211,6	209,4	207,0
DFCF [mln PLN]	-37,9	96,5	129,0	132,6	124,8	124,2	122,3	109,8	99,4	90,0
Suma DFCF [mln PLN]	990,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 366,2		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 028,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 019,1									
Dług netto [mln PLN]	-112,8									
Wyplacona dywidenda w 2018 roku [mln PLN]	---									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>2 131,9</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	34,1									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>62,45</b>									

Sprzedaż [mln ton]	9,0	9,1	9,3	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	207	220	227	231	234	237	240	243	246	249
Przychody zmiana r/r	2,3%	7,8%	5,8%	3,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	-55,2%	25,0%	5,2%	0,4%	-2,1%	-0,2%	-0,4%	0,2%	0,5%	0,5%
Marża EBITDA	29,6%	34,3%	34,1%	33,0%	31,9%	31,4%	30,9%	30,6%	30,4%	30,2%
EBITDA [PLN/t]	60,0	74,0	75,9	74,8	73,2	73,0	72,8	72,9	73,3	73,6
Marża EBIT	7,9%	13,9%	14,5%	13,8%	12,6%	12,2%	11,9%	11,8%	11,8%	11,7%
CAPEX / Przychody	26%	24%	23%	22%	21%	20%	19%	19%	19%	19%
CAPEX / Amortyzacja	120%	119%	117%	115%	109%	104%	100%	101%	102%	103%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	94,2%	94,4%	94,6%	94,8%	95,0%	95,1%	95,2%	95,3%	95,5%	95,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	0.7	69,7	71,9	74,3	77,0	80,0	83,5	87,6	92,3	97,9
	0.8	66,0	67,8	69,9	72,2	74,8	77,8	81,2	85,1	89,7
	0.9	62,5	64,2	66,0	68,0	70,2	72,7	75,6	78,9	82,7
	1.0	59,4	60,9	62,4	64,2	66,1	68,3	70,7	73,5	76,7
	1.1	56,6	57,9	59,2	60,8	62,4	64,3	66,4	68,8	71,5
	1.2	54,0	55,1	56,3	57,7	59,1	60,8	62,6	64,6	66,9
	1.3	51,6	52,6	53,7	54,9	56,2	57,6	59,2	60,9	62,9
	1.4	49,4	50,3	51,3	52,3	53,5	54,7	56,1	57,6	59,3
	1.5	47,4	48,2	49,0	50,0	51,0	52,1	53,3	54,6	56,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.7	93,5	88,6	84,1	82,0	80,0	78,1	76,3	72,9	69,8
	0.8	88,6	83,5	78,9	76,8	74,8	72,9	71,1	67,7	64,6
	0.9	84,1	78,9	74,3	72,2	70,2	68,3	66,5	63,1	60,1
	1.0	80,0	74,8	70,2	68,1	66,1	64,2	62,4	59,1	56,2
	1.1	76,3	71,1	66,5	64,4	62,4	60,6	58,8	55,6	52,7
	1.2	72,9	67,7	63,1	61,1	59,1	57,3	55,6	52,4	49,6
	1.3	69,8	64,6	60,1	58,1	56,2	54,4	52,7	49,6	46,8
	1.4	66,9	61,8	57,3	55,3	53,5	51,7	50,0	47,0	44,3
	1.5	64,2	59,1	54,8	52,8	51,0	49,3	47,6	44,7	42,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	3.0%	71,4	73,6	76,2	79,0	82,3	86,0	90,4	95,5	101,7
	3.5%	67,1	69,0	71,1	73,6	76,3	79,4	83,0	87,1	92,0
	4.0%	63,2	64,9	66,7	68,8	71,1	73,7	76,7	80,1	84,0
	4.5%	59,7	61,2	62,8	64,5	66,5	68,7	71,2	74,0	77,3
	5.0%	56,6	57,9	59,2	60,8	62,4	64,3	66,4	68,8	71,5
	5.5%	53,8	54,9	56,1	57,4	58,8	60,4	62,2	64,2	66,5
	6.0%	51,2	52,1	53,2	54,3	55,6	57,0	58,5	60,2	62,2
	6.5%	48,8	49,7	50,6	51,6	52,7	53,9	55,2	56,7	58,3
	7.0%	46,6	47,4	48,2	49,1	50,0	51,1	52,3	53,5	54,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ANALIZA PORÓWNAWCZA

W analizie mnożnikowej wykorzystujemy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2018-2020 na poziomie 3,5x (jest to obniżenie względem podejścia zastosowanego w grudniu'17; wtedy było 4,0x; obniżka akceptowalnego poziomu EV/EBITDA wynika z wejścia w okres potencjalnie wysokich wyników i zaawansowania cyklu cenowego na światowym rynku węgla.) Na podstawie naszych prognoz wycena wskaźnikowa sugeruje zatem cenę jednej akcji równą 70,56 PLN.

### Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2018-2020

	EV/EBITDA na 2017-2019 (równa waga lat)					
	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	51,8	61,2	70,56	79,9	89,3	98,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mediana EV/EBITDA podmiotów wydobywających węgiel kamienny na rok 2018 wynosi ponad 7,0x (zauważamy wzrosty kursów szeregu podmiotów wraz z podwyższeniem założeń dla krzywej kształtowania cen węgla w kolejnych latach).

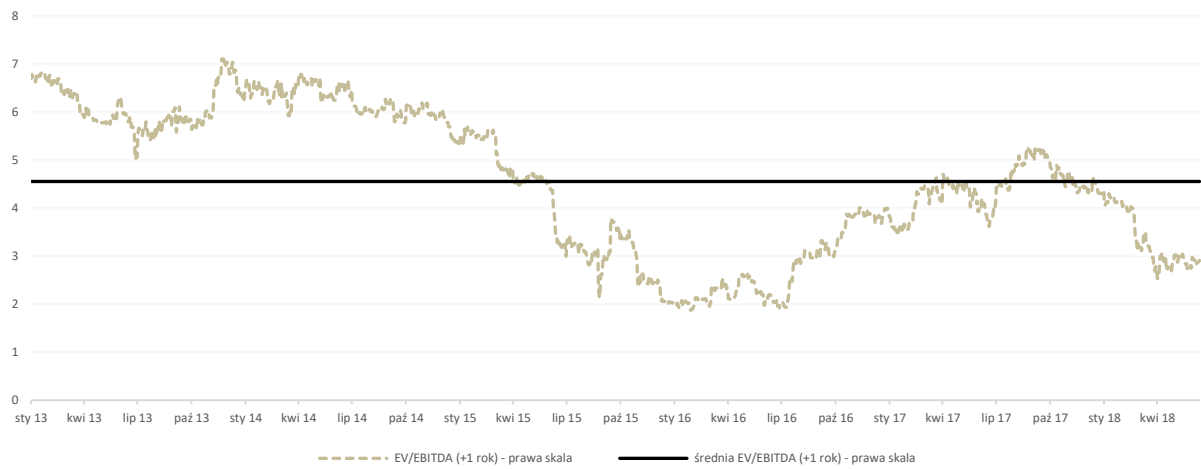
Należy mieć na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Dodatkowo podmioty różnią się sposobami wydobycia oraz mają różne zasoby (decydujące w długim terminie o wartości dla akcjonariuszy). Bogdanekę charakteryzują inne historyczne ścieżki wynikowe względem zaprezentowanej grupy porównawczej (ograniczone dynamiki odbudowy jak i potencjalnej erozji z uwagi na koniunkturę na rynku węgla). Jest to pochodna koncentracji działalności na umowach długoterminowych (bardzo mała ekspozycja na ceny spotowe węgla).

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
JSW	87,0	PLN	4,2	5,6	6,4	2,0	2,3	2,5
EVRAZ	557,8	GBP	5,8	8,4	8,2	4,0	5,0	4,9
SOUTH32	3,76	AUD	15,7	15,9	19,9	7,2	6,8	7,4
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	19,85	USD	10,8	16,5	20,1	7,2	7,9	8,0
ARCH COAL	84,74	USD	8,5	11,3	15,9	4,3	4,3	4,3
CLOUD PEAK ENERGY	3,83	USD	---	---	---	5,9	6,8	6,9
PEABODY ENERGY	46,41	USD	13,5	27,2	165,2	4,5	6,0	7,3
RAMACO RESOURCES	8,09	USD	9,9	6,4	6,0	6,5	3,4	2,4
WHITEHAVEN COAL	5,63	AUD	10,7	12,3	16,2	6,1	6,6	8,1
BHP BILLITON	33,25	AUD	19,1	20,1	21,2	7,8	7,9	8,0
RIO TINTO	84,11	AUD	15,9	18,7	18,8	8,1	8,7	8,7
YANZHOU COAL MINING	2,57	AUD	9,2	10,0	15,6	4,0	4,2	6,5
CHINA COAL ENERGY	12,1	HKD	9,6	10,1	10,0	6,2	6,5	6,3
COAL INDIA	3,53	HKD	16,2	16,7	12,7	7,0	7,1	6,2
MECHEL	4070	IDR	10,4	9,6	9,4	6,4	5,9	5,6
<b>Mediana</b>	---	---	<b>8,9x</b>	<b>9,7x</b>	<b>10,6x</b>	<b>7,3x</b>	<b>7,8x</b>	<b>8,4x</b>

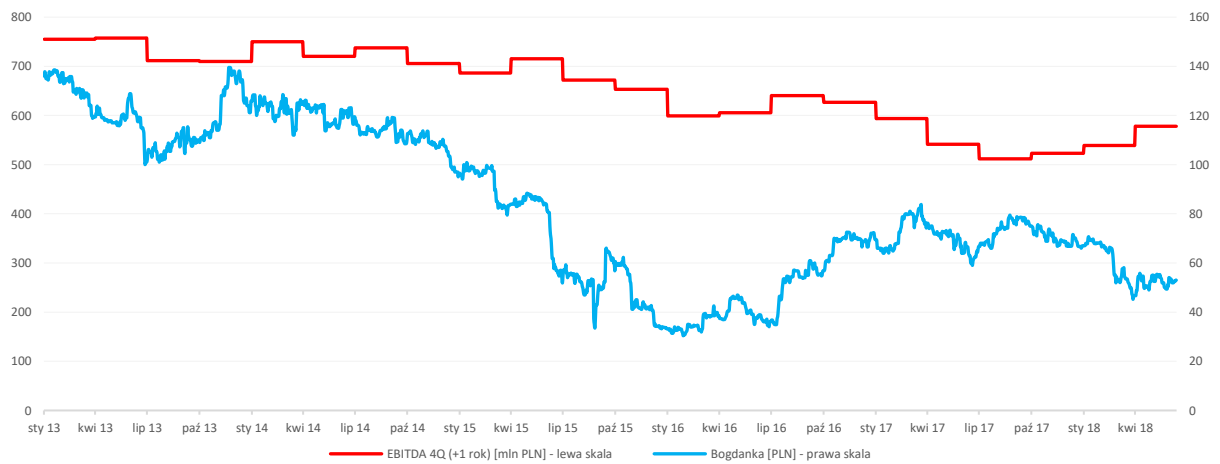
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Historyczne akceptowalne pułapy EV/EBITDA (+1 rok) dla LWB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Kurs spółki na tle EBITDA (+1 rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'18

Rezultaty za 1Q'18 okazały się słabsze w relacji r/r. Przychody spółki były niższe o ponad 14% r/r. Na spadek przychodów ogółem złożył się niższy wolumen sprzedanego węgla (efekt -88,6 mln PLN względem 1Q'17), jednocześnie spółka miała wyższe cenniki (efekt +32,6 mln PLN w porównaniu do 1Q'17). Tym samym EBITDA skonsolidowana spadła o 29,1% r/r do 127,5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że pozytywny wpływ na finalny odczyt EBITDA miało zdarzenie jednorazowe w kwocie ok 28,7 mln PLN (skutek rozliczenia ugody zawartej z MS Warszawa). Na poziomie netto spółka zaraportowała zysk w kwocie 23 mln PLN.

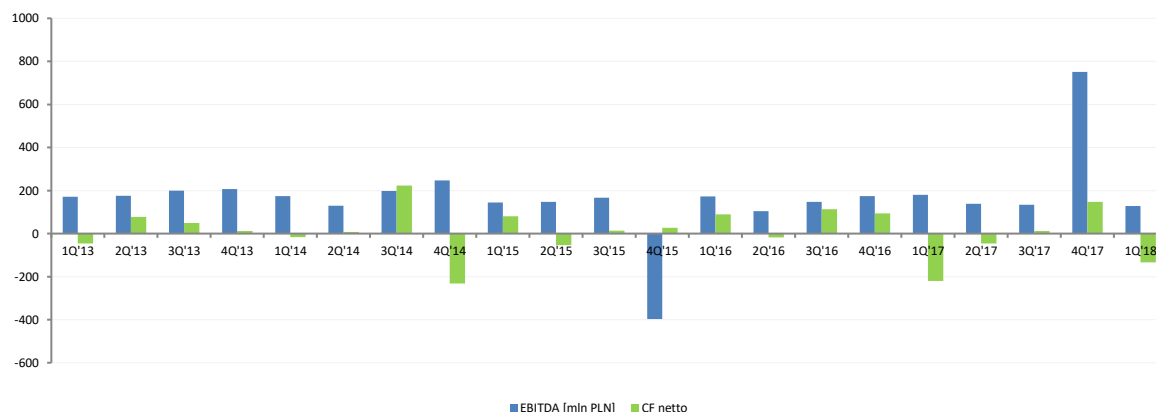
W 1Q'18 LWB borykała się z trudnościami geologicznymi, co negatywnie wpłynęło na finalny poziom wydobywania jak i sprzedaży. Szacowany uzysk wyniósł tylko 56,7%, co było jednym ze słabszych odczytów historycznych. W omawianym okresie wolumen sprzedaży netto węgla był na poziomie 2,0 mln ton, czyli mniej o 17,7% w ujęciu r/r. Jednocześnie spółka realizując założenia strategii elastycznego rozwoju zwiększyła ilość nowych wyrobisk i w 1Q'18 było to ok 9 km (względem 8,1 km z 1Q'17). W okresie pierwszych trzech miesięcy br. szacowany udział LWB w krajowym rynku węgla dla energetyki zawodowej był na poziomie 22,7% (w 1Q'17 udział szacujemy na ok 25,7%; w całym 2017 roku było to 25,3%).

### Wyniki skonsolidowane LW Bogdanka za 1Q'18

Rachunek wyników[mln PLN]	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2Q'16-1Q'17	2Q'17-1Q'18	zmiana r/r
Przychody	465,2	398,7	-14,3%	1 830,9	1 713,9	-6,4%
<b>EBITDA</b>	<b>179,8</b>	<b>127,5</b>	<b>-29,1%</b>	<b>605,5</b>	<b>1 151,3</b>	<b>90,1%</b>
EBIT	89,7	28,5	-68,2%	247,9	786,0	217,1%
Saldo finansowe	-4,9	0,0	---	-12,2	-13,6	---
Wynik netto	67,9	23,0	-66,2%	195,3	622,7	218,9%
CF operacyjny	175,5	41,6	---	692,5	474,6	-31,5%
CF netto	-220,0	-133,6	---	-31,0	-19,8	---
Dług netto/EBITDA	0,0	0,0	---	0,0	0,0	---
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	1,0	0,3	---	1,0	0,3	---
<b>Struktura kosztów [mln PLN]</b>	<b>1Q'17</b>	<b>1Q'18</b>	<b>zmiana r/r</b>	<b>2Q'16-1Q'17</b>	<b>2Q'17-1Q'18</b>	<b>zmiana r/r</b>
Amortyzacja	88,0	96,7	10,0%	358,2	365,2	1,9%
Zużycie mat i energii	112,7	139,3	23,6%	442,6	534,4	20,7%
Usługi obce	101,1	114,8	13,5%	455,7	473,1	3,8%
Świadczenia pracownicze	116,0	145,4	25,3%	564,7	637,6	12,9%
Koszty reprezentacji i reklamy	2,2	2,3	1,3%	6,0	6,8	13,3%
Podatki i opłaty	11,3	10,9	-3,8%	40,1	40,0	-0,1%
Pozostałe koszty	0,8	0,9	8,1%	25,5	7,2	-71,7%
<b>Koszty rodzajowe</b>	<b>432,1</b>	<b>510,2</b>	<b>18,1%</b>	<b>1 892,7</b>	<b>2 064,2</b>	<b>9,1%</b>
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn.	-58,2	-61,6	---	-207,3	-288,7	---
Rozliczenia międzyokresowe	14,0	-5,1	---	-15,8	-12,1	---
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-20,4	-28,6	---	-70,0	-72,1	---
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	11,7	3,8	-67,1%	57,1	-133,5	---
<b>Całkowite koszty produkcji</b>	<b>379,2</b>	<b>418,8</b>	<b>10,4%</b>	<b>1 542,2</b>	<b>949,3</b>	<b>-38,4%</b>
Zmiana stanu produktów	-2,7	-20,8	---	37,6	-6,4	---
Wartość sprzedanych tow i materiałów	2,4	4,0	69,3%	10,7	14,5	35,1%
<b>Koszt własny produkcji sprzedanej</b>	<b>378,9</b>	<b>402,0</b>	<b>6,1%</b>	<b>1 590,6</b>	<b>957,3</b>	<b>-39,8%</b>
Koszt sprzedanych produktów, tow i mat	341,4	364,3	6,7%	1 456,9	882,1	-39,5%
Koszty sprzedaży	13,6	10,6	-22,0%	44,8	38,1	-14,9%
Koszty administracyjne	23,9	27,1	13,3%	89,2	37,1	-58,4%
<b>Dane operacyjne</b>	<b>1Q'17</b>	<b>1Q'18</b>	<b>zmiana r/r</b>	<b>2Q'16-1Q'17</b>	<b>2Q'17-1Q'18</b>	<b>zmiana r/r</b>
Produkcja [mln ton]	2,4	2,1	-13,5%	9,1	8,7	-4,4%
Sprzedaż [mln ton]	2,4	2,0	-17,7%	9,3	8,7	-6,6%
Zapasy [mln ton]	0,2	0,2	-3,8%	0,2	0,2	-3,8%
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	196,4	210,1	7,0%			
Szacunkowy UMMC [PLN/t]	127,8	175,5	37,3%			

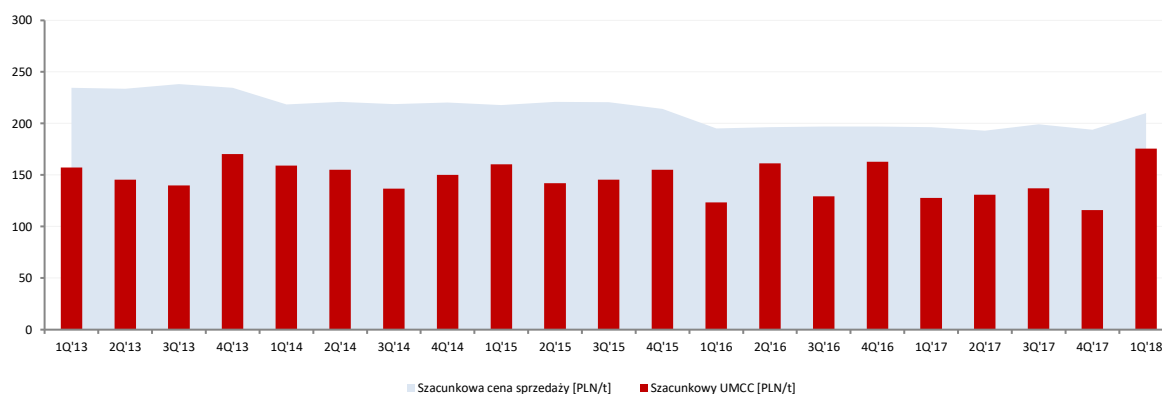
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA na tle CF netto w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**



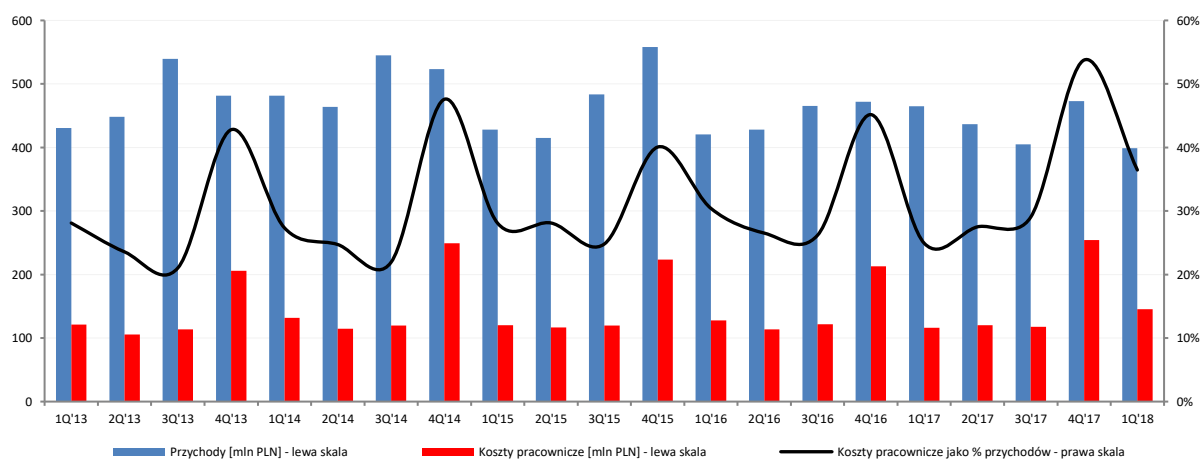
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Średnie ceny sprzedaży węgla oraz szacunkowy UMCC**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2018 ROK I KOLEJNE OKRESY

W ostatnich tygodniach widzimy nowy impuls wzrostowy na światowych cenach węgla energetycznego. Dostrzegamy ruchy administracji USA w sprawie przyszłości energetyki opartej na węglu kamiennym, cały czas utrzymuje się również wysoki popyt na rynkach światowych, a jednocześnie nie widać większej presji podaży surowca (ostatnie symulacje wskazują wręcz na prawdopodobny stopniowy spadek wolumenów dostarczanych przez Indonezję w kolejnych latach). Jednocześnie w Chinach obserwujemy próby systemowego obniżenia cen węgla (największym producentom w Chinach zalecono obniżenie cen węgla dostarczanego na rynek wewnętrzny).

Szacujemy, że średnia cena w ARA w 1Q'18 mogła wynieść ok 86 USD/t, z kolei w 2Q'18 widzimy silny impuls wzrostowy, który skutkuje tym, że obecne ceny oscylują w pobliżu 105 USD/t (385 PLN/t). Kolejne miesiące 2018 roku to jednocześnie systematyczny wzrost odczytów PSCMI1. W końcówce 2017 roku odczyty tego wskaźnika były w pobliżu 212 PLN/t. Dane za kwiecień wskazują już na ustalenie średniej ceny powyżej 238 PLN/t.

W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest ustabilizowana. Wdrażane programy optymalizujące koszty działania i poprawa koniunktury dla producentów węgla kamiennego na rynkach zagranicznych wpłynęły na PGG. Obecnie czekamy na dalsze odważniejsze ruchy cenowe tego podmiotu w kontratacji na 2019 rok, co wpłynie na PSCMI1 (dodatkowo oczekiwania strony społecznej odnośnie dynamiki wzrostu wynagrodzeń w 2019 roku w śląskich zakładach górniczych wg nas nie będą niższe niż wynegocjowane warunki na 2018 rok).

Średnie ceny sprzedaży węgla przez LWB na tle indeksów ARA oraz PSCMI (polska energetyka)



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., Bloomberg, ARP, spółka

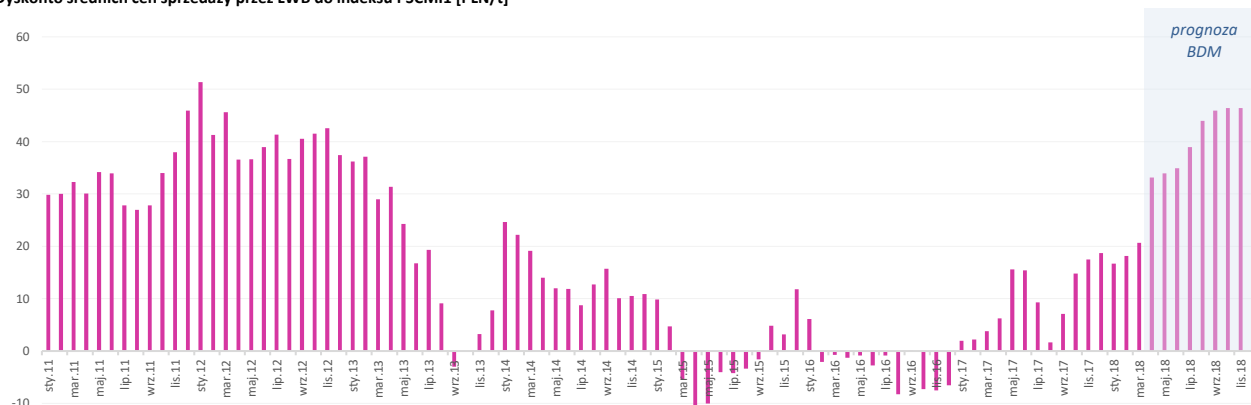
Spółka poinformowała, że prace na polu Stefanów przebiegają w szybszym tempie niż wcześniejsze założenia. Przypominamy, że trwają prace drażenia chodnika, który ma udostępnić pokład 391 w polu VIII w Stefanowie. Liczymy, że wspomniany pokład będzie cechowała miąższość powyżej 2,3 m na większości obszarów pola przy dobrych parametrach kaloryczności wydobywanego węgla.

Zakładamy, że kolejne kwartały br. przyniosą poprawę wydobywania przez LWB. Tym samym w całym 2018 roku w modelu przyjęliśmy poziom produkcji nawet symbolicznie wyższy niż w 2017 roku (9,05 mln ton). W 2019 roku oczekujemy wzrostu wydobywania o ponad 100 tys. ton w ujęciu r/r. W kolejnych dwóch latach liczymy na dalszy wzrost produkcji do 9,5 mln ton w 2021 roku (w kolejnych latach modelu utrzymujemy ten pułap).

W chwili obecnej jesteśmy w ciekawej i dynamicznej sytuacji w zakresie kształtowania przyszłych cenników węgla w Polsce. Krajowi producenci węgla w kontraktach długoterminowych oferują nadal znacząco niższe ceny aniżeli oferta zagraniczna, niemniej odczyty PSCMI1 z miesiąca na miesiąc są coraz wyższe. Ostatnie zwwyżki w portach ARA będą wg nas miały istotne przełożenie na kontratację śląskich zakładów górniczych na 2019 rok (tym bardziej, że presja na podwyżki płac będzie utrzymana).

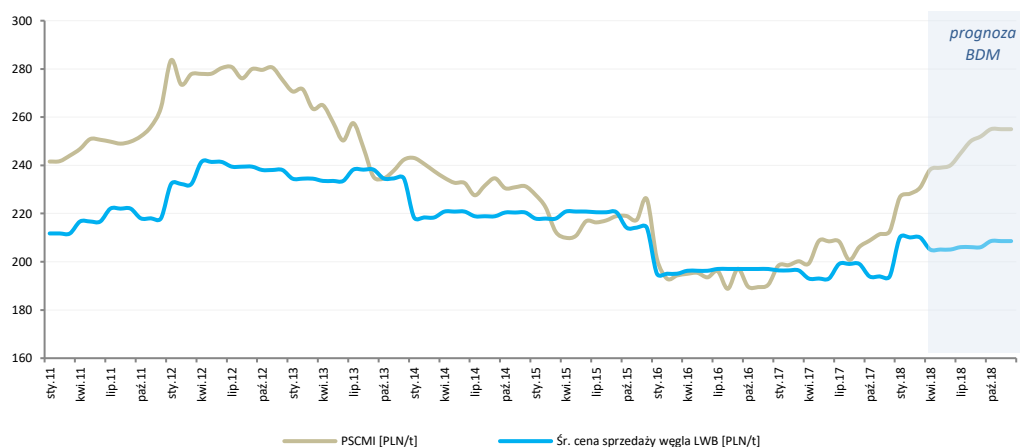
W naszej poprzedniej analizie z grudnia'17 pisaliśmy, że spodziewamy się odczytów PSCMI1 na koniec 1Q'18 w okolicy 230 PLN/t. Ostatnie dane ARP wskazują, że w kwietniu'18 średnie ceny PSCMI1 wyniosły ponad 238 PLN/t. Spodziewamy się, że kolejne miesiące br. przyniosą kontynuację wzrostów cen węgla energetycznego w Polsce. Na koniec 2018 roku oczekujemy, że PSCMI1 będzie w okolicy 255 PLN/t i 2019 rok (wraz z uwzględnieniem nowych warunków umów długoterminowych) może rozpocząć się kolejnym impulsem wzrostowym doprowadzając ceny węgla energetycznego w okolice pułapów jakie widzieliśmy w 2012 roku. Tym samym przy założeniu, że LWB będzie w kolejnych kwartałach br. utrzymywać dość stabilne cenniki, na koniec bieżącego roku różnica względem PSCMI1 może wynieść ponad 45 PLN/t (w scenariuszu dalszych płaskich cenników LWB mamy perspektywę powiększenia dyskonta w 1Q'19 do nawet ponad 65 PLN/t).

Dyskonto średnich cen sprzedaży przez LWB do indeksu PSCMI1 [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla ścieżki indeksu PSCMI1 oraz cen uzyskiwanych przez LWB



Zakładamy, że indeks PSCMI1 będzie wykazywał dalszy stopniowy wzrost do końca 2018 roku i w pierwszej części 2019 roku spodziewamy się kolejnego impulsu wzrostowego i powrót odczytów w okolice jakie obserwowaliśmy w 2012 roku.

Dla LWB założymy płaskie cenniki w kolejnych kwartałach 2018 roku. Spodziewamy się, że 2019 rok pozwoli spółce na odczuwalną poprawę warunków handlowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W modelu założymy, że spółka w 2019 roku wypłaci dywidendę z zysku za 2018 rok w kwocie 1,1 PLN/akcję. Władze Bogdanki akcentują, że spółka ma na bilansie zadłużenie z tyt. obligacji oraz muszą zgromadzić środki na przyszłe planowane inwestycje. W strategii spółki znajduje się zapis o chęci dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami (jeśli będzie na to pozwalała kondycja płynnościowa) na poziomie do 50% jednostkowego zysku netto.

#### Szczegółowe założenia do modelu

Rachunek wyników	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	465,2	436,9	405,0	473,2	398,7	436,5	470,1	516,7	2 013,6	1 885,4	1 786,3	1 780,3	1 822,1	1 964,5	2 077,8	2 153,1
<b>EBITDA</b>	<b>179,8</b>	<b>138,9</b>	<b>133,9</b>	<b>751,1</b>	<b>127,5</b>	<b>109,3</b>	<b>145,2</b>	<b>157,0</b>	<b>750,0</b>	<b>61,5</b>	<b>599,2</b>	<b>1 203,6</b>	<b>538,9</b>	<b>673,5</b>	<b>708,2</b>	<b>711,0</b>
EBIT	89,7	57,7	44,4	655,4	28,5	15,0	49,8	49,9	362,3	-326,2	237,0	847,3	143,2	273,1	301,1	298,0
Saldo finansowe	-4,9	-3,3	-3,9	-6,4	0,0	-1,5	-1,8	-1,7	-16,5	-16,8	-13,4	-18,5	-5,0	-4,7	-3,3	-1,5
Wynik netto	67,9	43,9	31,6	524,3	23,0	10,9	38,9	39,0	272,8	-279,8	181,5	667,6	111,8	217,4	241,3	240,1
<b>Struktura kosztów</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>1Q'18</b>	<b>2Q'18</b>	<b>3Q'18</b>	<b>4Q'18</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Amortyzacja	88,0	79,0	87,4	102,1	96,7	94,3	95,4	107,1	387,6	387,7	362,2	356,4	393,5	400,4	407,1	413,1
Zużycie mat i energii	112,7	104,5	136,9	153,7	139,3	133,5	134,7	144,2	466,9	407,0	435,8	507,8	551,7	551,9	561,7	567,9
Usługi obce	101,1	97,1	103,5	157,7	114,8	117,8	108,1	163,8	503,8	419,7	448,7	459,4	504,5	504,7	508,7	509,2
Świadczenia pracownicze	116,0	120,2	117,7	254,4	145,4	146,3	147,0	266,4	614,9	580,6	576,6	608,2	705,1	748,8	787,6	824,4
Koszty reprezentacji i reklamy	2,2	0,8	2,2	1,5	2,3	1,5	2,0	2,0	7,7	6,5	6,5	6,7	7,8	7,8	7,8	7,8
Podatki i opłaty	11,3	7,9	10,0	11,2	10,9	7,9	10,0	11,2	37,7	36,6	39,4	40,5	40,1	40,1	40,1	40,2
Pozostałe koszty	0,8	0,6	4,5	1,3	0,9	2,0	2,0	3,0	21,1	21,7	28,7	7,1	7,9	10,0	10,0	15,0
<b>Koszty rodzajowe</b>	<b>432,1</b>	<b>410,1</b>	<b>462,1</b>	<b>681,8</b>	<b>510,2</b>	<b>503,4</b>	<b>499,1</b>	<b>697,8</b>	<b>2 039,9</b>	<b>1 859,9</b>	<b>1 897,7</b>	<b>1 986,1</b>	<b>2 210,6</b>	<b>2 263,7</b>	<b>2 323,1</b>	<b>2 377,6</b>
Koszt wytworzenia świad. na potrzeby jedn	-58,2	-60,0	-87,3	-79,8	-61,6	-72,0	-74,2	-83,8	-237,2	-185,0	-196,0	-285,4	-291,6	-297,5	-300,4	-285,4
Rozliczenia mo	14,0	24,3	16,8	-48,1	-5,1	4,3	20,9	-49,3	-2,8	-8,8	-11,7	7,0	-29,2	-5,0	-5,0	-5,0
Wartość węgla pozyskanego z wyrobisk	-20,4	-12,6	-12,3	-18,5	-28,6	-22,8	-21,4	-23,3	-92,5	-58,8	-70,5	-63,9	-96,0	-97,6	-100,7	-102,4
Rezerwy i inne korekty prezentacji MSR	11,7	-3,9	-4,0	-129,4	3,8	0,0	0,0	5,0	16,2	46,4	23,5	-125,7	8,8	-20,0	-10,0	-12,0
Całkowite koszty produkcji	379,2	357,9	375,2	-202,6	418,8	413,0	424,5	421,4	1 621,6	2 175,7	1 528,6	909,7	1 677,6	1 718,7	1 782,0	1 847,7
Koszt własny produkcji sprzedanej	378,9	380,7	360,4	-185,8	402,0	421,6	420,3	466,8	1 634,0	2 207,3	1 555,5	934,2	1 710,7	1 691,4	1 776,7	1 855,1
<b>Dane operacyjne</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>1Q'18</b>	<b>2Q'18</b>	<b>3Q'18</b>	<b>4Q'18</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Produkcja [mln ton]	2,42	2,14	2,15	2,34	2,10	2,18	2,35	2,42	9,19	8,46	9,04	9,05	9,05	9,15	9,35	9,50
Sprzedaż [mln ton]	2,39	2,27	2,04	2,45	1,97	2,17	2,32	2,52	9,16	8,56	9,14	9,15	8,98	9,10	9,33	9,50
Zapasy [mln ton]	0,16	0,02	0,14	0,02	0,15	0,17	0,20	0,10	0,31	0,23	0,13	0,02	0,10	0,15	0,17	0,17
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	196	193	199	194	210	205	206	209	220	218	196	196	207	220	227	231
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia (UMCC) [PLN/t]	128	131	137	116	175	160	146	166	150	151	143	128	161	160	163	167

Przypominamy, że w 2017 roku na wyniki miały wpływ zdarzenia niegotówkowe i jednorazowe: i) odwrócenie odpisu z tytułu trwałej utraty wartości aktywów trwałych (o wartości ok. 496 mln PLN) oraz ii) rozwiązanie rezerwy na deputat węglowy (o wartości ok. 115 mln PLN). Po oczyszczeniu wyników z 2017 roku o wspomniane zdarzenie EBITDA wyniosłaby 594,013 mln PLN, a wynik netto ok 173,1 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Zmiana założeń w porównaniu do raportu analitycznego z grudnia'17

	2018P stara	2018P nowa	zmiana	2019P stara	2019P nowa	zmiana	2020P stara	2020P nowa	zmiana
Przychody	1 849,2	1 822,1	-1,5%	1 953,4	1 964,5	0,6%	2 030,1	2 077,8	2,3%
<b>EBITDA</b>	<b>676,2</b>	<b>538,9</b>	<b>-20,3%</b>	<b>732,1</b>	<b>673,5</b>	<b>-8,0%</b>	<b>748,5</b>	<b>708,2</b>	<b>-5,4%</b>
Wynik netto	271,6	111,8	-58,8%	314,8	217,4	-30,9%	326,2	241,3	-26,0%
Produkcja [mln ton]	9,25	9,05	-2,2%	9,35	9,15	-2,1%	9,4	9,35	-0,5%
Sprzedaż [mln ton]	9,24	8,98	-2,9%	9,35	9,10	-2,7%	9,41	9,33	-0,8%
Zapasy [mln ton]	0,09	0,10	9%	0,09	0,15	69%	0,08	0,17	114%
Śr. cena sprzedaży [PLN/t]	202	207	2,7%	211	220	4,5%	218	227	4,3%
Jedn. gotówkowy koszt wydobycia [PLN/t]	141	161	14,5%	143	160	12,1%	148	163	10,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## KRAJOWY RYNEK WĘGLA KAMIENNEGO

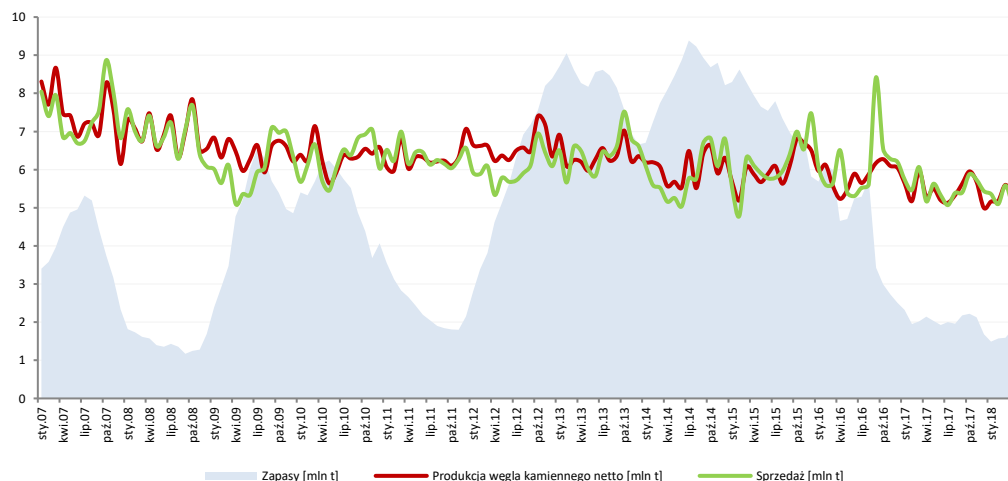
W 2016 roku wydobycie węgla kamiennego w Polsce ogółem wyniosło ok 70,5 mln ton (spadek o 1,8 mln ton względem 2015 roku). W ubiegłym 2017 roku krajowe wydobycie oscylowało w pobliżu 65,5 mln ton (-4,9 mln ton r/r). W okresie styczeń-kwiecień'18 wydobycie to ok 21,2 mln ton, czyli o 0,9 mln ton mniej niż w tym samym okresie 2017 roku. Z danych ARP wynika, że na koniec kwietnia'18 zapasy wyniosły 1,8 mln ton (w kwietniu'17 było to ok 2,1 mln ton).

Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]

	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
2012	6,6	6,6	6,6	6,2	6,4	6,3	6,5	6,6	6,5	7,4	7,2	6,3
2013	6,9	6,1	6,3	6,2	6,0	6,3	6,6	6,2	6,4	7,0	6,2	6,4
2014	6,2	6,2	6,1	5,6	5,7	5,5	6,5	5,5	6,4	6,6	5,9	6,3
2015	5,7	5,2	6,1	5,9	5,7	5,9	6,1	5,6	6,1	6,8	6,7	6,5
2016	6,0	6,1	5,6	5,2	5,5	5,9	5,6	5,9	6,2	6,3	6,1	6,0
2017	5,6	5,2	6,0	5,3	5,5	5,2	5,1	5,3	5,6	6,0	5,7	5,0
2018	5,2	5,2	5,6	5,3								

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

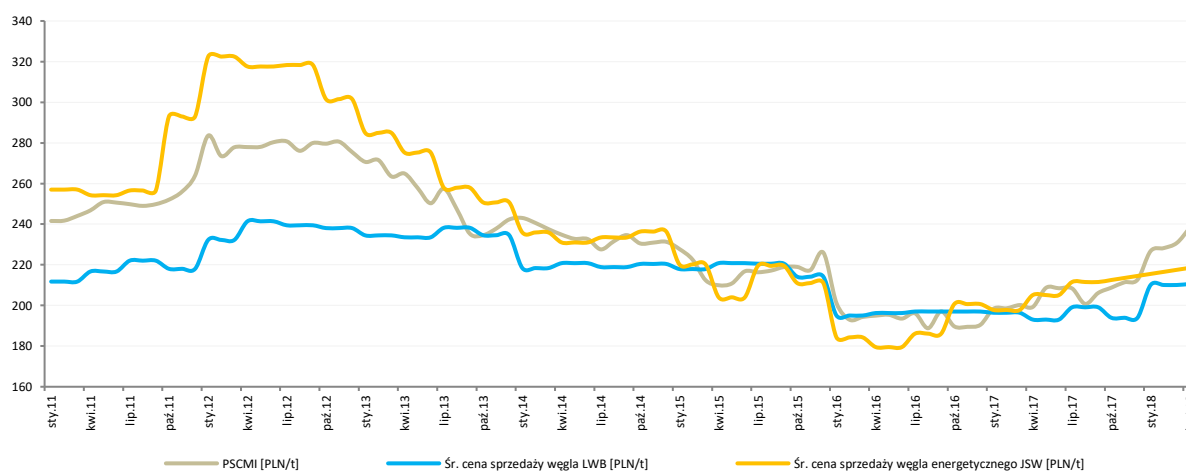
Stan zapasów węgla kamiennego w kopalniach w Polsce [mln ton]



W 2015 i 2016 roku nastąpił wyraźny spadek raportowanych zapasów węgla kamiennego w krajowych kopalniach. Na koniec grudnia'17 stan zapasów wynosił tylko 1,7 mln ton. Na koniec kwietnia'18 zapasy spadły w relacji r/r do ok. 1,8 mln ton.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i Ministerstwa Gospodarki

Indeks PSCMI na tle średnich cen sprzedaży węgla energetycznego przez LWB JSW (szacunki BDM)



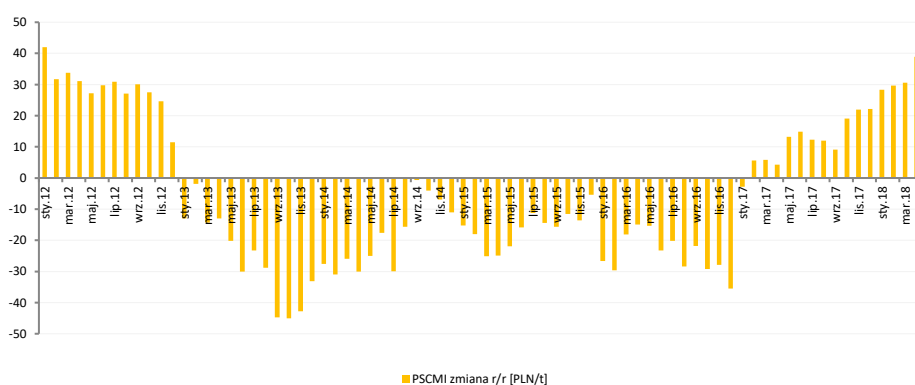
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i TGE, JSW, spółka

Indeks cen mialów energetycznych dla energetyki zawodowej i przemysłowej



W 2018 roku obserwujemy systematyczny wzrost odczytów indeksu PSCMI1. W 1Q'18 średnia ważona cena mialów była na poziomie ok 228,5 PLN/t (w 4Q'17 było to niespełna 211 PLN/t). Dane z kwietnia'18 wskazują, że PSCMI1 wzrósł do ponad 238 PLN/t (10,79 PLN/GJ).

Obecne poziomy PSCMI nadal istotnie in minus odbiegają od cen węgla energetycznego w portach ARA.



Indeks PSCMI odzwierciedla średnią ważoną cenę netto bez uwzględnienia podatku akcyzowego, w warunkach CFA

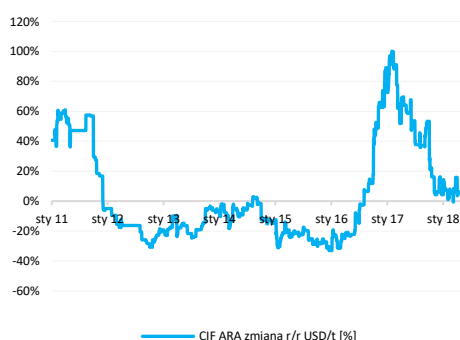
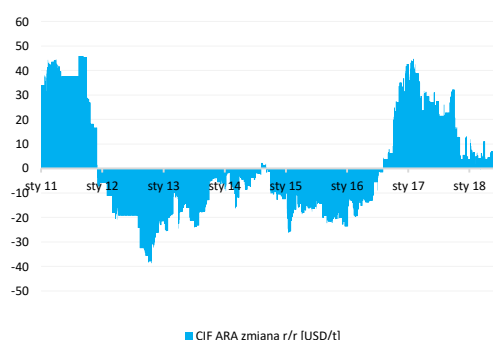
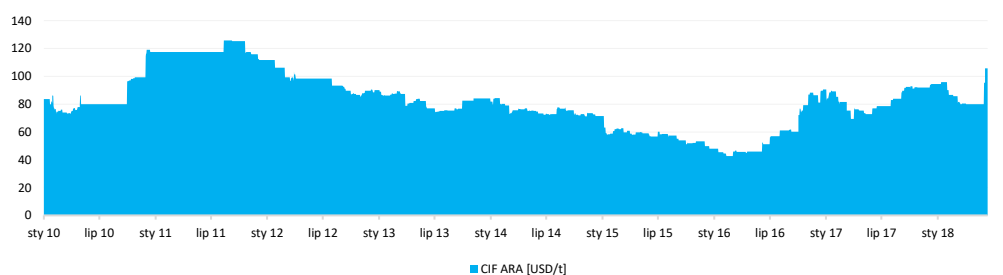
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ARR i TGE

## CENY WĘGLA ENERGETYCZNEGO NA ŚWIECIE

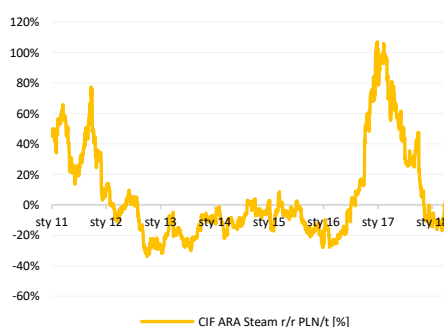
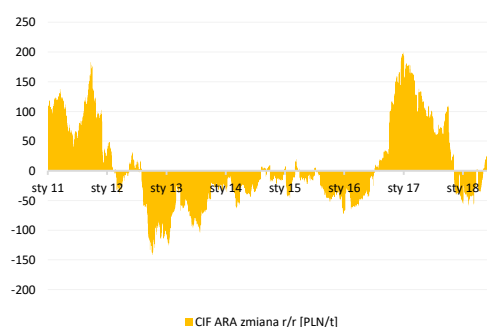
W ostatnich tygodniach widzimy nowy impuls wzrostowy na światowych cenach węgla energetycznego. Dostrzegamy ruchy administracji USA w sprawie przyszłości energetyki opartej na węglu kamiennym, cały czas utrzymuje się również wysokie popyt na rynkach światowych, a jednocześnie nie widać większej presji podaży surowca (ostatnie symulacje wskazują wręcz na prawdopodobny stopniowy spadek wolumenów dostarczanych przez Indonezję w kolejnych latach).

Szacujemy, że średnia cena w ARA w 1Q'18 mogła wynieść ok 86 USD/t, z kolei w 2Q'18 widzimy silny impuls wzrostowy, który skutkuje tym, że obecne ceny oscylując w pobliżu 105 USD/t (385 PLN/t). Kolejne miesiące 2018 roku to jednocześnie systematyczny wzrost odczytów PSCMI1. W końcu 2017 roku odczyt tego wskaźnika był w pobliżu 212 PLN/t. Dane za kwiecień wskazują już na ustalenie średniej ceny powyżej 238 PLN/t.

Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w USD)



Ceny węgla energetycznego CIF ARA (dane w przeliczeniu na PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	1 835,8	1 899,8	2 013,6	1 885,4	1 786,3	1 780,3	1 822,1	1 964,5	2 077,8	2 153,1	2 181,6	2 208,8	2 236,0	2 263,2
EBITDA	690,0	754,9	750,0	61,5	599,2	1 203,6	538,9	673,5	708,2	711,0	695,8	694,4	692,0	693,3
EBIT	389,2	424,8	362,3	-326,2	237,0	847,3	143,2	273,1	301,1	298,0	275,6	269,8	265,3	266,9
Saldo finansowe	-7,1	-11,1	-16,5	-16,8	-13,4	-18,5	-5,0	-4,7	-3,3	-1,5	0,4	2,6	4,9	7,2
Wynik przed opodatkowaniem	382,1	413,7	345,9	-343,0	223,6	828,8	138,2	268,4	297,9	296,5	276,1	272,4	270,2	274,0
Wynik netto	309,0	329,7	272,4	-279,6	182,0	667,9	112,0	217,4	241,3	240,1	223,6	220,6	218,9	222,0
przypadający na akcjonariuszy dom.	308,6	329,4	272,8	-279,8	181,5	667,6	111,8	217,4	241,3	240,1	223,6	220,6	218,9	222,0
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Aktywa trwałe	3 063,7	3 274,0	3 730,2	3 003,1	2 929,8	3 428,8	3 491,9	3 568,9	3 639,6	3 700,3	3 738,2	3 755,3	3 753,5	3 757,0
RZAT	2 969,8	3 169,7	3 613,2	2 889,5	2 760,2	3 240,3	3 303,9	3 380,9	3 451,7	3 512,3	3 550,3	3 567,4	3 565,5	3 569,1
WNIP	23,1	23,1	24,3	19,0	47,5	60,0	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3	59,3
Aktywa z tyt. odroczonego podatku	1,9	1,8	2,4	2,4	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Należności handlowe	0,8	1,4	1,5	1,3	5,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Środki pieniężne (fundusz likwidacyjny)	68,0	77,9	88,8	90,9	111,2	121,8	121,8	121,8	121,8	121,8	121,8	121,8	121,8	121,8
Aktywa obrotowe	421,5	570,1	634,3	641,0	870,5	730,1	690,2	814,9	928,0	1 035,4	1 141,7	1 260,2	1 386,1	1 499,6
Zapasy	55,4	111,5	132,5	103,1	71,6	62,6	58,3	95,5	110,8	113,4	114,9	116,4	117,8	119,3
Należności handlowe	238,6	244,7	300,6	240,2	244,1	209,1	269,6	290,6	307,4	318,5	322,8	326,8	330,8	334,8
Nadpłacony podatek	7,0	1,9	5,7	32,0	9,4	23,5	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Środki pieniężne	120,6	212,0	195,5	262,0	541,1	434,9	341,4	407,8	488,7	582,4	683,1	796,1	916,5	1 024,5
Aktywa Razem	3 485,2	3 844,1	4 364,4	3 644,0	3 800,3	4 158,9	4 182,1	4 383,8	4 567,6	4 735,7	4 879,9	5 015,6	5 139,6	5 256,6
Kapitały własne	2 296,4	2 455,5	2 523,8	2 122,6	2 292,4	2 901,5	3 013,5	3 191,8	3 356,9	3 512,7	3 652,2	3 783,4	3 903,0	4 015,5
Zobowiązania dł term	773,1	579,6	1 171,3	1 117,3	760,1	512,4	517,3	517,3	517,3	517,3	517,3	517,3	517,3	517,3
Kredyty, obligacje	421,0	200,0	713,2	718,3	320,0	17,0	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Zobowiązania podatkowe	75,1	99,8	114,2	37,8	56,1	205,3	207,8	207,8	207,8	207,8	207,8	207,8	207,8	207,8
Rezerwy z tyt pracowniczych	152,1	160,5	186,2	201,8	209,7	119,5	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8
Rezerwy pozostałe	89,9	85,3	123,6	130,2	117,4	114,4	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1
Zobowiązania kr term	415,7	809,0	669,3	404,1	747,8	744,9	651,3	674,7	693,3	705,7	710,4	714,9	719,3	723,8
Kredyty, obligacje	20,0	426,2	100,8	3,1	303,4	305,2	228,3	228,3	228,3	228,3	228,3	228,3	228,3	228,3
Rezerwy z tyt pracowniczych	40,6	39,6	40,5	49,7	57,3	37,5	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1
Zobowiązania podatkowe	46,0	64,8	73,6	81,0	70,9	85,8	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Zobowiązania handlowe	309,1	277,3	453,2	269,3	315,7	315,9	299,5	322,9	341,6	353,9	358,6	363,1	367,6	372,0
Razem zobowiązania	1 188,8	1 388,6	1 840,6	1 521,4	1 507,9	1 257,3	1 168,6	1 192,0	1 210,6	1 223,0	1 227,7	1 232,2	1 236,6	1 241,1
Pasywa razem	3 485,2	3 844,1	4 364,4	3 644,0	3 800,3	4 158,9	4 182,1	4 383,8	4 567,6	4 735,7	4 879,9	5 015,6	5 139,6	5 256,6
<b>CF</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
CF operacyjny	661,7	726,0	712,9	729,6	675,8	608,5	459,4	582,9	634,9	651,8	642,8	644,2	644,5	647,4
CF inwestycyjny	-604,7	-639,2	-716,9	-440,7	-285,4	-372,1	-475,9	-477,4	-477,9	-473,7	-458,1	-441,8	-424,8	-430,0
CF finansowy	-39,3	4,6	-12,5	-222,3	-111,4	-342,6	-76,9	-39,1	-76,1	-84,4	-84,1	-89,4	-99,3	-109,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	17,7	91,5	-16,5	66,6	279,1	-106,2	-93,5	66,4	80,9	93,7	100,6	113,0	120,4	108,0
Środki pieniężne sop	102,8	120,6	212,0	195,5	262,0	541,1	434,9	341,4	407,8	488,7	582,4	683,1	796,1	916,5
Środki pieniężne eop	120,6	212,0	195,5	262,0	541,1	434,9	341,4	407,8	488,7	582,4	683,1	796,1	916,5	1 024,5

Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cena akcji [PLN]	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
Liczba akcji [mln szt.]	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14	34,14
Kapitalizacja [mln PLN]	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809	1 809
P/E	5,9x	5,5x	6,6x	-6,5x	10,0x	2,7x	16,2x	8,3x	7,5x	7,5x	8,1x	8,2x	8,3x	8,2x
EV/EBITDA	3,1x	2,9x	3,2x	36,9x	3,2x	1,4x	3,2x	2,4x	2,2x	2,1x	2,0x	1,8x	1,6x	1,5x
EV/EBIT	5,5x	5,2x	6,7x	-7,0x	8,0x	2,0x	12,0x	6,0x	5,2x	4,9x	5,0x	4,7x	4,3x	3,9x
P/BV	0,8x	0,7x	0,7x	0,9x	0,8x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
EV [mln PLN]	2 130	2 224	2 428	2 269	1 892	1 697	1 712	1 646	1 565	1 471	1 371	1 258	1 137	1 029
Dług netto [mln PLN]	320	414	619	459	82	-113	-97	-163	-244	-338	-439	-552	-672	-780
Dług %	441	626	814	721	623	322	244	244	244	244	244	244	244	244
Środki pieniężne	121	212	195	262	541	435	341	408	489	582	683	796	916	1 024
Zobowiązania pracownicze	193	200	227	252	267	157	158	158	158	158	158	158	158	158
Dług netto/EBITDA	0,5x	0,5x	0,8x	0,7x	0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,5x	-0,6x	-0,8x	-1,0x	-1,1x
(Dług % + zobow. pracownicze) / EBITDA	0,9x	1,1x	1,4x	1,4x	1,5x	0,4x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
DPS [PLN]	4,0	5,0	5,8	3,5	0,0	1,0	0,0	1,1	2,2	2,5	2,5	2,6	2,9	3,2
Div yield	8%	10%	11%	7%	0%	2%	0%	2%	4%	5%	5%	5%	5%	6%
<b>Dane operacyjne</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Produkcja [mln ton]	7,78	8,35	9,19	8,46	9,04	9,05	9,05	9,15	9,35	9,50	9,51	9,51	9,51	9,51
Sprzedaż [mln ton]	7,80	8,15	9,16	8,56	9,14	9,15	8,98	9,10	9,33	9,50	9,51	9,51	9,51	9,51
Zapasy [mln ton]	0,02	0,22	0,31	0,23	0,13	0,02	0,10	0,15	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Szacunkowa śr. cena sprzedaży [PLN/t]	237	235	220	218	196	196	207	220	227	231	234	237	240	243
Szacunkowy UMCC [PLN/t]	160	153	150	151	143	128	161	160	163	167	172	175	178	181

#### WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciek Bobrowski**  
Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdom.pl  
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

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

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

**Adrian Górniak**  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdom.pl  
deweloperzy, handel

#### WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

#### Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	66,5	kupuj	81,05	2018-06-14	09:40 CEST	53	58 450
kupuj	81,05	kupuj	99,20	11.12.2017	15:15	66,5	62 000
kupuj	99,20	kupuj	89,49	14.09.2017	13:04	78,50	64 777
kupuj	89,49	kupuj	39,8	15.02.2017	10:48	74,5	57800
kupuj	39,8	kupuj	42,36	05.01.2016	32,55	32,55	45 357
kupuj	42,36	(wznowienie)	---	28.08.2015	37,8	37,8	50 037
redukuj	103,90	trzymaj	115,50	13.05.2013	116,00	116,00	44 895
trzymaj	115,50	akumuluj	121,50	07.09.2012	121,00	121,00	40 152
akumuluj	121,50	trzymaj	112,10	12.01.2011	109,00	109,00	38 033
trzymaj	112,10	akumuluj	105,90	03.11.2011	113,00	113,00	41 068
akumuluj	105,90	akumuluj	124,60	05.08.2011	93,00	93,00	43 695
akumuluj	124,60	akumuluj	140,30	26.05.2011	113,30	113,30	49 243
akumuluj	140,30	akumuluj	119,20	11.04.2011	126,00	126,00	49 870
akumuluj	119,20	akumuluj	88,50	17.11.2010	106,50	106,50	46 456
akumuluj	88,50	akumuluj	-	13.09.2010	82,20	82,20	42 167

\* autorem raportów analitycznych na temat Bogdanki w okresie 13.09.2010-13.05.2013 był Krzysztof Zarychta

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

#### Słabe i silne strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	8	53%	1	100%
Akumuluj	1	7%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	5	33%	0	0%
Sprzedaj	1	7%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

#### Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 14.06.2018 roku (09:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.06.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 14.06.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.

- Osoba odpowiedzialna za usługę doradztwa inwestycyjnego nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.

- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.

- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.

- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).

- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.

- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.

- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.