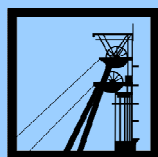


03 września 2009

Aktualizacja raportu



Górnictwo węgla

Polska

Cena bieżąca	67,50 PLN
Cena docelowa	68,0 PLN
Kapitalizacja	2,3 mld PLN
Free float	0,76 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	14,05 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	65,50%
Elektrownia Kozienice	1,43%
Pozostali	33,07%

Strategia dotycząca sektora

Ponad 50% energii elektrycznej w Polsce jest wytwarzana w oparciu o węgiel kamienny. Nowe projekty inwestycyjne w energetyce również opierają się na węglu. Wydobywanie w kopalniach śląskich corocznie obniża się. Czynniki te powodują, że jako jeden z tańszych producentów LW Bogdanka nie będzie miała problemu ze zbytem produkcji, również z uruchamianego obecnie nowego pola górnictwa.

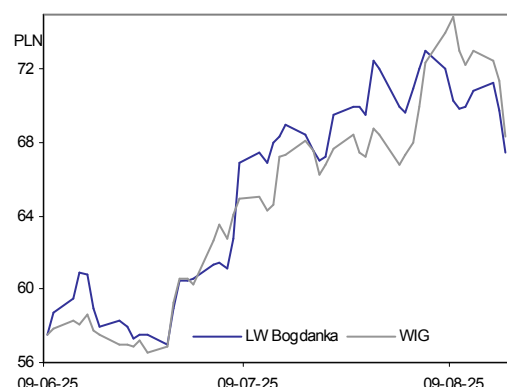
Profil spółki

LW Bogdanka jest jedną z największych i najefektywniejszych pod względem jednostkowego kosztu produkcji kopalń węgla energetycznego w Polsce. W 2008 roku, przy sprzedaży węgla na poziomie 5,5 mln ton, udział spółki w krajowej produkcji wyniósł 6,6% a w przypadku dostaw do energetyki zawodowej 10,8%.

Ważne daty

16.11 - publikacja raportu za 3Q2009

Kurs akcji LW Bogdanka na tle WIG



Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

LW BOGDANKA Trzymaj

LWBA.WA; LWB.PW

(Podtrzymana)

Udane 1 półrocze, będzie jeszcze lepsze

W IH2009 spółka wypracowała 173,7 mln EBITDA i 82,5 mln PLN zysku netto. Wynik obciążony jest jednorazowym zdarzeniem, tj. rezerwą na nagrody dla pracowników z tytułu prywatyzacji spółki w wysokości 36 mln PLN. W naszej ocenie kluczowym parametrem opisującym 2H br. będzie wolumen sprzedaży. Wyniki pierwszego półrocza zostały osiągnięte przy sprzedaży na poziomie 2,32 mln ton. Zarząd deklaruje, że tegoroczna prognoza na poziomie 5,3 mln ton zostanie zrealizowana, co potwierdza sprzedaż w lipcu i sierpniu na poziomie 1 mln ton. Oznacza to, że nawet przy rosnących kosztach (realizacja kolejnych etapów inwestycji w polu Stefanów) i niższych cenach sprzedaży węgla (obniżka o 4,5%) większy o 1 mln ton wolumen sprzedaży i brak zdarzeń jednorazowych powinny spółce zapewnić lepszy wynik niż w 1H2009. Przy obecnej cenie podtrzymujemy rekomendację trzymaj z ceną docelową 68 PLN za akcję (+5,4% wzrost w związku ze wzrostem wyceny porównawczej).

1H2009 i kolejne dwa kwartały

W IH2009 spółka wyprodukowała 2,48 mln ton węgla z czego sprzedała 2,32 mln ton. Średnia cena sprzedaży wyniosła 215 PLN/t a szacowany przez nas jednostkowy koszt produkcji ok. 155 PLN/t, co oznacza 60 zysku brutto na każdej sprzedawanej tonie węgla. W drugim półroczu oczekujemy, że przy rosnących kosztach jednostkowych (natężenie prac wiertniczo-górnictwowych i wzrost kosztów materiałowych) związanych z pracami w Polu Stefanów, jednostkowy koszt produkcji wzrośnie do 168 PLN/t przy jednoczesnym spadku ceny sprzedaży węgla do 204 PLN/t. Oznacza to spadek jednostkowego zysku brutto do 36 PLN/t, jednak przy 3 mln wolumenu sprzedaży powinno wygenerować 190 mln PLN EBITDA z działalności górniczej. Biorąc pod uwagę pozostałą działalność spółki oraz odsetki jakie powinny pojawić się po tym jak spółka pozyskała 523 mln PLN z emisji akcji nasza tegoroczna prognoza powinna zostać osiągnięta (w założeniach podwyższamy prognozowaną sprzedaż węgla w br. z 5,15 mln ton do 5,3 mln ton, w roku kolejnym obniżamy prognozę z 5,8 mln ton do 5,5 mln ton).

Rok 2010 będzie trudniejszy

W przyszłym roku spodziewamy się, że zwiększone koszty operacyjne związane z inwestycją w Stefanowie będą utrzymywały się w całym roku (jednostkowy koszt produkcji równy 174 PLN/t, +3% r/r), co przy zakładanej przez nas średniorocznej cenie węgla na poziomie 205 PLN/t powinno oznaczać ponad 20% spadek zysku netto r/r. Istotnej poprawy wyników spodziewamy się w roku 2011, kiedy nastąpi skokowy wzrost produkcji węgla (+35% r/r) w związku z uruchomieniem pierwszej ściany wydobywczej w Stefanowie.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	862,5	1033,3	1163,0	1184,0	1537,8
EBITDA	243,4	339,6	385,9	377,9	501,8
marża EBITDA	28,2%	32,9%	33,2%	31,9%	32,6%
EBIT	121,4	203,5	236,3	189,1	273,2
Zysk netto	94,1	156,0	184,1	141,9	210,5
DPS	2,2	0,2	2,6	0,5	0,4
P/E	16,5	10,0	12,5	16,2	10,9
P/CE	4,4	3,2	3,2	3,2	4,5
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	6,4	4,6	5,5	6,2	4,5
DYield	3,2%	0,4%	3,9%	0,8%	0,6%

Wyniki 1H2009

Przy przychodach na poziomie 520,8 mln PLN spółka wypracowała EBITDA w wysokości 173,7 mln PLN oraz zysk netto na poziomie 83,5 mln PLN (wynik netto uwzględnia rezerwę na wypłatę jednorazowej nagrody dla pracowników w wysokości 36 mln PLN). Spółka wyprodukowała 2,48 mln ton węgla energetycznego handlowego, tj. o 11% mniej niż przed rokiem. Jest to efekt większego natężenia prac przygotowawczych pod przyszłe wydobywanie co wiąże się z mniej optymalną eksploatacją złoża (więcej wydobytego kamienia). Zarząd deklaruje, że prognoza roczna na poziomie 5,3 mln ton zostanie zrealizowana, co oznacza, że pod względem wolumenu sprzedaży 2H powinno być istotnie lepsze (ok. 3 mln ton ws. 2,3 sprzedaży w 1H) niż pierwsze półrocze. Na potwierdzenie tych założeń, zarząd deklaruje, że w lipcu i sierpniu sprzedaż wyniosła 1 mln ton. Dotychczas w naszych założeniach rocznych przyjmowaliśmy bezpieczny poziom 5,1 mln ton. Po wynikach 1H2009 podwyższamy naszą prognozę do poziomu założeń zarządu.

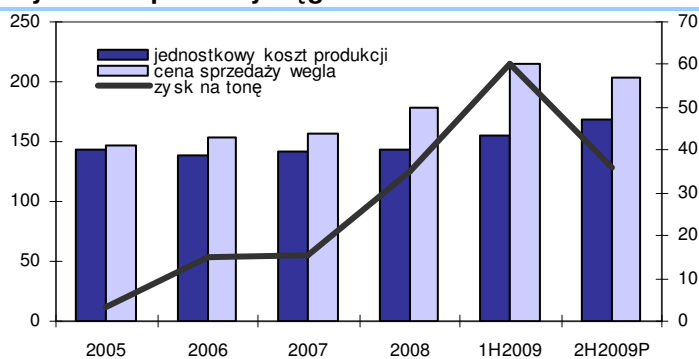
Skonsolidowane wyniki za 1H2009

(mln PLN)	IIQ2009 DI BRE	IH2009	IH2008	zmiana r/r
Przychody	278,3	520,8	593,9	-12,3%
EBITDA	133,2	173,7	137,1	26,7%
marża	147,8%	33,4%	23,1%	
EBIT	94,3	104,5	70,1	49,1%
Zysk brutto	94,8	104,2	68,8	51,6%
Zysk netto	74,9	83,5	52,0	60,7%

Źródło: LW Bogdanka, DI BRE Banku SA

Na podstawie naszych szacunków średnia cena sprzedaży węgla wyniosła 215 PLN/t i była zgodna z oczekiwaniami. W 2H2009 powinna spaść do ok. 204 PLN/t. Szacunkowy (obliczenia własne) jednostkowy koszt produkcji węgla wyniósł 155 PLN/t. W całym roku szacujemy, że w związku z realizowanym programem inwestycyjnym wzroście do 162 PLN/t (po uwzględnieniu łącznych kosztów operacyjnych - 169 PLN/t – metodologia uwzględniająca pozostałą działalność, umożliwia porównywalność z danymi historycznymi, które nie wyodrębniają kosztów innych niż górnicze, pozostałe koszty stanowią ok. 4% wszystkich kosztów rodzajowych).

Koszt jednostkowy i cena sprzedaży węgla



Źródło: DI BRE Banku SA

Zgodnie z zapowiedziami spółka utworzyła rezerwę z tytułu nagrody rocznej dla pracowników związanej z wejściem spółki na GPW w wysokości 36 mln PLN (38,5 mln PLN po uwzględnieniu 2,5 mln PLN na ZFSS). Na chwilę przygotowywania naszej prognozy wyników kwartalnych rezerwa nie była zakładana (wypłata miała obciążać wynik 3Q2009).

Spółka zwiększyła zadłużenie do 265 mln PLN z 100 mln PLN na koniec 2008, co jest efektem realizacją planu inwestycyjnego (nie uwzględnia wypłaty dywidendy z zysku za rok 2008 w wysokości 88,8 mln PLN, która miała miejsce w lipcu). Środki pieniężne wygenerowane z działalności operacyjnej wyniosły 160,2 mln PLN i były zbliżone do wydatków inwestycyjnych

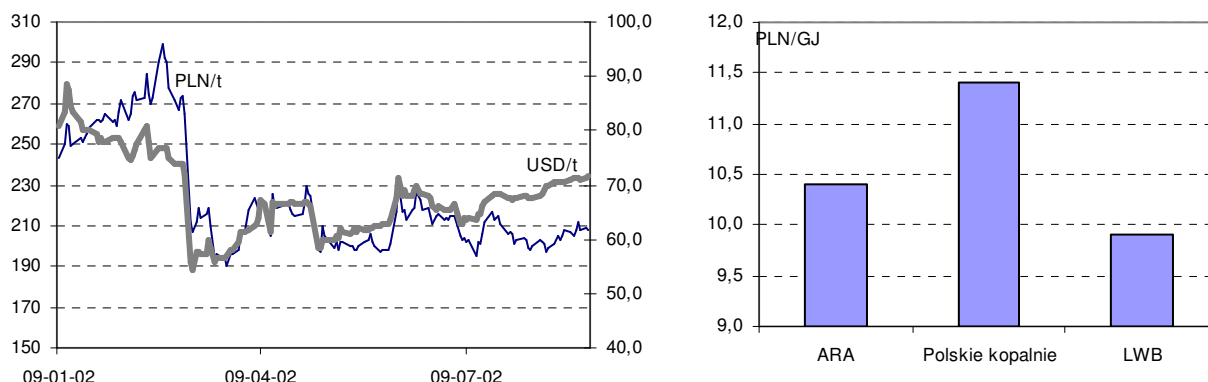
poniesionych przez spółkę w tym okresie (163,5 mln PLN). Dług netto LWB na koniec czerwca wyniósł 5 mln PLN (bez uwzględnienia środków pieniężnych w wysokości 42,5 mln PLN jako rezerwa tworzona na zamknięcie kopalni - 2034 rok). Stan gotówki nie uwzględnia również środków pozyskanych z emisji akcji w wysokości 528 mln PLN (rejestracja w lipcu 2009).

W 1H2009 spółka zwiększyła poziom zapasów o 28 mln PLN (do 63,3 mln PLN), co jest efektem sezonowym, ale również związanym z rosnącymi zapasami węgla dla całego sektora (uwzględniamy to w prognozie, „rozładowanie” zapasów powinno nastąpić w 2010 roku). Naszym zdaniem rok 2008 nie jest miarodajny przy porównaniu r/r ze względu na powszechny w tym okresie brak węgla energetycznego na rynku polskim. Spółka raportuje, że w ujęciu ilościowym wolumen węgla na zapasach wzrósł do 156,7 tys. ton tj. o 139,6 w ujęciu r/r (uwzględnia efekt sezonowości). Zarząd deklaruje, że jest to naturalny poziom zapasów, który stanowi niezbędny element zapasów technicznych przy uzysku odpowiedniej mieszanki węgla pod względem kalorycznym. Obecne zapasy to 11 dni sprzedaży wolumenowej spółki. Zarząd deklaruje, że ich poziom zmniejszy się do końca roku poniżej 50 tys. ton, co należy uznać za poziom bardzo niski.

Sytuacja na rynku węgla

W całym sektorze górnictwa węgla w ujęciu r/r zapasy w kopalniach wzrosły do 5,8 mln ton, tj. o ok. 4,5 mln ton (z czego węgla energetycznego o 3,7 mln ton), co jest efektem nadal słabego popytu ze strony energetyki (-15% r/r) i sektora hutniczego przy rosnącym imporcie węgla z portów ARA i Rosji (5,23 mln ton vs. 4,52 mln ton w 1H2008). Przy obecnych relacjach cenowych (szybsze umocnienie PLN w stosunku do USD niż wzrost ceny ARA w portach powoduje obniżenie kosztu importu) węgiel krajowy nadal „wypychany” jest z rynku przez import, o czym świadczy również spadek krajowego wydobycia o 8,1% r/r (do 33,1 mln PLN). Krajowe kopalnie nie są w stanie konkurować z importem cenowo, ze względu na wysokie koszty produkcji. Jak podaje Ministerstwo Gospodarki jednostkowy koszt produkcji węgla w polskich kopalniach w 1H2009 wyniósł 259,5 PLN/t i był o 17,2% wyższy niż przed rokiem. Kopalnie nie chcą sprzedawać węgla poniżej kosztów produkcji (taki scenariusz oznacza szybką utratę wartości księgowej i ryzyko postawienia w stan upadłości), co przy tańszym węglu nawet z portów ARA oznacza zapychanie magazynów przy i tak obniżonej produkcji. Obecna cena węgla z polskich kopalń to ok. 11,4 PLN/GJ, przy cenie węgla z portów ARA (po uwzględnieniu kosztów transportu) na poziomie ok. 10,4 PLN/GJ. Cena węgla z Bogdanki po uwzględnieniu ostatnich obniżek wynosi ok. 9,9 PLN/GJ, jest więc nadal konkurencyjna w stosunku do importu z ARA i istotnie tańsza niż węgiel z pozostałych polskich kopalń. Drugie półrocze może przynieść dalsze pogorszenie sytuacji polskiego górnictwa na Śląsku, co w dłuższej perspektywie jest szansą dla Bogdanki (realizuje się scenariusz, który szerzej opisywaliśmy w raporcie z lipca br.).

Cena węgla w portach ARA w USD i PLN; szacowana cena za GJ z dostawą do Elektrowni Kozienice



Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Wycena

Wycenę spółki opieramy na dwóch metodach: dochodowej (DCF) i porównawczej. W zależności od przyjętej metody wycena spółki mieści się w przedziale 1,82-2,21 mld PLN. Jako ostateczną wycenę przyjmujemy średnią ważoną, gdzie obu metodom przyporządkowaliśmy 50% wagę. Cenę docelową w perspektywie 9-ciu miesięcy wyznaczamy na 68,0 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena		Poprzednia wycena
		Łączna	Na akcję	Na akcję
Wycena wskaźnikowa	50%	2 039,0	59,9	53,6
Wycena DCF	50%	2 227,0	65,5	65,1
Wycena			62,7	59,4
Cena docelowa (9-mcy)			68,0	64,5

Źródło: DI BRE Banku SA

Do wyceny wskaźnikowej przyjęliśmy grupę spółek górniczych operujących w obszarze węgla kamiennego, kładąc szczególny nacisk na spółki wydobywające węgiel energetyczny. Na bazie dostępnych wyników i prognoz (konsensus) w latach 2008-2010 wycenę opieramy na medianie dla wybranej grupy spółek i wskaźników: EV/EBITDA, P/E oraz EV/Sales przyporządkowując im oraz poszczególnym okresom sprawozdawczym wagi - jak w tabeli poniżej.

Podsumowanie wyceny wskaźnikowej

(PLN)	EV/EBITDA			EV/SALES			P/E		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Implikowana wycena na akcję	80,1	86,4	71,2	63,3	69,1	68,2	53	63	46
Waga roku	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Premia/dyskonto	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Waga wskaźnika		45%			10%			45%	
Wycena	59,9	71,3			60,2			48,5	

Źródło: DI BRE Banku SA

Wskaźniki dla spółek porównywalnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA		
		2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	32,4	5,2	4,6	2,8	0,9	0,9	0,7	11,8	13,7	7,9	17,1%	19,4%	23,6%
FOUNDATION COAL HOLDINGS INC	35,9	7,8	6,3	5,0	1,3	1,3	1,2		22,2	11,7	16,7%	20,4%	23,2%
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	32,4	4,2	3,4	3,1	1,0	0,9	0,9	10,3	6,6	5,4	25,2%	27,5%	27,2%
PEABODY ENERGY CORP	31,9	6,3	9,8	7,8	1,7	2,0	1,8	9,9	22,4	13,5	27,7%	20,0%	22,5%
CENTENNIAL COAL COMPANY LTD	3,1	6,7	6,7	6,4	1,8	1,6	1,7	18,1	16,4	15,8	26,0%	24,8%	25,6%
WHITEHAVEN COAL LTD	3,4	27,4	10,6	11,2	6,9	2,7	3,9	54,0	18,4	25,1	25,1%	25,8%	34,9%
CONSOL ENERGY INC	36,2	7,1	5,4	5,2	1,6	1,6	1,5	17,0	11,1	11,0	22,9%	29,9%	29,3%
ARCH COAL INC	16,6	4,5	8,0	5,2	1,1	1,3	1,1	7,1	45,4	12,8	25,4%	16,8%	21,5%
UK COAL PLC	1,1	8,0	33,3	9,0	0,8	0,8	0,8	-12,7	-2,6	-5,6	9,6%	2,4%	8,6%
ATH RESOURCES PLC	0,6	3,0	2,9	3,3	1,0	1,0	1,1	3,8	4,7	4,1	32,7%	33,9%	33,3%
SEMIRARA MINING CORP	39,0	3,7	4,4	3,9	1,0	0,8	0,9	13,7	8,7	7,2	27,3%	18,8%	23,9%
BUMI RESOURCES TBK PT	0,3	4,7	4,9	5,3	1,7	1,8	1,8	9,4	12,1	12,9	36,3%	36,7%	33,2%
TAMBANG BATUBARA BUKIT ASAM	12550,0	9,6	6,1	7,1	3,7	2,7	2,7	15,0	9,5	11,0	38,3%	44,1%	38,4%
BANPU PUBLIC CO LTD	404,0	8,8	7,2	7,6	2,5	2,2	2,2	11,4	8,8	9,9	28,6%	31,2%	29,5%
BANPU PUBLIC CO LTD-NVDR	383,8	1,3	1,1	1,1				0,2	0,2	0,2	28,6%	31,2%	29,5%
ZHENGZHOU COAL INDUSTRY - A	8,3				1,2			18,7					
GUIZHOU PANJIANG REFINED-A	24,0		7,1	4,9	2,8	2,9		11,2	10,1	7,9		41,3%	47,9%
SHANXI GUOYANG NEW ENERGY-A	38,2	15,7	13,2	11,8	2,6	2,0	1,9	32,0	22,9	20,3	16,9%	15,3%	15,7%
STRAITS ASIA RESOURCES LTD	1,5	12,0	7,6	11,1	4,4	3,5	3,3	20,7	15,4	17,1	36,8%	46,4%	30,2%
NEW WORLD RESOURCES NV-A	5,8	10,5	34,8	23,1	3,5	5,9	5,2	19,2	619,8	90,5	33,6%	17,0%	22,6%
Maksimum		27,4	33,3	11,8	6,9	3,5	3,9	54,0	45,4	25,1	38,3%	46,4%	47,9%
Minimum		1,3	1,1	1,1	0,8	0,8	0,7	-12,7	-2,6	-5,6	9,6%	2,4%	8,6%
Mediana		6,7	6,5	5,3	1,7	1,6	1,6	11,6	11,6	11,0	26,0%	26,7%	28,3%

Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV
Przychody ze sprzedaży	1 163,0	1 184,0	1 537,8	1 819,1	1 905,5	2 394,2	2 454,0	2 515,2	2 577,9	2 642,2	
zmiana	12,6%	1,8%	29,9%	18,3%	4,7%	25,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
EBITDA	385,9	377,9	501,8	596,7	600,6	770,2	788,3	784,2	781,5	777,9	
marża EBITDA	33,2%	31,9%	32,6%	32,8%	31,5%	32,2%	32,1%	31,2%	30,3%	29,4%	
Amortyzacja	149,6	188,8	228,6	236,3	250,6	259,0	263,1	259,8	255,8	252,2	
EBIT	236,3	189,1	273,2	360,4	350,0	511,1	525,1	524,4	525,7	525,6	
marża EBIT	20,3%	16,0%	17,8%	19,8%	18,4%	21,3%	21,4%	20,8%	20,4%	19,9%	
Opodatkowanie EBIT	53,9	43,1	62,3	82,2	79,8	116,5	119,7	119,6	119,8	119,8	
NOPLAT	182,4	146,0	210,9	278,2	270,2	394,6	405,4	404,8	405,8	405,8	397,7
CAPEX	-541,8	-586,9	-305,0	-379,3	-335,0	-300,0	-230,0	-220,0	-220,0	-220,0	-252,2
Kapitał obrotowy	-45,9	41,2	-6,4	-12,2	12,5	-22,7	-8,2	-5,3	-7,7	-8,8	-5,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-255,6	-210,9	128,1	123,0	198,3	331,0	430,4	439,3	433,9	429,2	392,3
WACC	11,3%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,8%
współczynnik dyskonta	94,6%	85,1%	76,4%	68,7%	61,7%	55,4%	49,7%	44,7%	40,1%	36,0%	32,5%
PV FCF	-241,9	-179,5	98,0	84,4	122,2	183,3	214,0	196,2	174,1	154,6	997,0
WACC	11,3%	11,2%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,8%
Koszt długu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,6%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%
Dług netto / EV	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	-2,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	3 066,1	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	997,0	-5,0%	-4,0%	-2,0%	0,0%	1,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	805,5	WACC +1,0pp	57,7	59,1	62,5	67,0	69,9				
Wartość firmy (EV)	1 802,5	WACC +0,5pp	60,6	62,2	66,0	71,1	74,5				
Dług netto	-434,0	WACC	65,0	66,7	71,0	76,9	80,8				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	67,1	69,0	73,9	80,7	85,1				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -01,0pp	70,7	72,9	78,5	86,2	91,5				
Wartość firmy	2 227,0										
Liczba akcji (mln.)	34,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	65,5										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,5%										
Cena docelowa	71,0										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	5,8										
P/E('09) dla ceny docelowej	13,1										
Udział TV w EV	55%										



Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	862,5	1 033,3	1 163,0	1 184,0	1 537,8	1 819,1	1 905,5
zmiana	3,1%	19,8%	12,6%	1,8%	29,9%	18,3%	4,7%
Koszty wytworzenia	643,4	727,9	801,4	869,5	1 111,7	1 281,8	1 370,3
EBIT	121,4	203,5	236,3	189,1	273,2	360,4	350,0
zmiana	-5,8%	67,7%	16,2%	-20,0%	44,5%	31,9%	-2,9%
marża EBIT	14,1%	19,7%	20,3%	16,0%	17,8%	19,8%	18,4%
Wynik na działalności finansowej	0,8	-1,6	2,2	-5,3	-0,5	0,5	3,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	122,1	201,9	238,5	183,8	272,7	360,9	353,1
Podatek dochodowy	27,8	46,1	54,4	41,9	62,2	82,3	80,5
Udziałowcy mniejszościowi	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	94,1	156,0	184,1	141,9	210,5	278,6	272,6
zmiana	-11,0%	65,8%	18,0%	-22,9%	48,3%	32,4%	-2,2%
marża	10,9%	15,1%	15,8%	12,0%	13,7%	15,3%	14,3%
Amortyzacja	122,1	136,2	149,6	188,8	228,6	236,3	250,6
EBITDA	243,4	339,6	385,9	377,9	501,8	596,7	600,6
zmiana	0,8%	39,5%	13,6%	-2,1%	32,8%	18,9%	0,7%
marża EBITDA	28,2%	32,9%	33,2%	31,9%	32,6%	32,8%	31,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	23,0	23,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
EPS	4,1	6,8	5,4	4,2	6,2	8,2	8,0
CEPS	15,4	21,0	21,3	21,4	15,2	19,3	17,9
ROAE	10,1%	15,1%	13,0%	7,9%	10,8%	13,1%	11,9%
ROAA	7,0%	10,2%	9,3%	5,8%	8,0%	9,9%	9,1%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 398,4	1 657,4	2 317,7	2 542,2	2 702,1	2 920,8	3 097,4
Majątek trwały	1 206,5	1 386,0	1 782,9	2 186,9	2 270,6	2 421,1	2 513,2
Wartości niematerialne i prawne	11,4	10,1	10,3	10,4	10,6	10,8	10,9
Rzeczowe aktywa trwałe	1 158,3	1 334,0	1 726,1	2 124,2	2 200,6	2 343,6	2 428,1
Należności długoterminowe	0,5	0,9	1,0	1,0	1,3	1,5	1,6
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	36,3	41,1	45,6	51,2	58,1	65,2	72,7
Majątek obrotowy	191,9	271,4	534,8	355,3	431,6	499,8	584,1
Zapasy	41,8	35,1	98,4	54,8	70,0	80,8	86,3
Należności krótkoterminowe	101,6	135,8	149,8	149,2	193,8	229,3	240,1
Nadpłacony podatek dochodowy	0,0	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	48,5	99,9	285,7	150,3	166,7	188,7	256,7

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 398,4	1 657,4	2 317,7	2 542,2	2 702,1	2 920,8	3 097,4
Kapitał własny	955,9	1 106,3	1 724,5	1 848,0	2 044,3	2 217,7	2 351,0
Kapitał akcyjny	246,2	246,2	301,2	301,2	301,2	301,2	301,2
Kapitał zapasowy	325,5	400,0	868,0	868,0	868,0	868,0	868,0
Pozostałe kapitały	384,2	460,1	555,4	678,8	875,1	1 048,5	1 181,8
Udziałowcy mniejszościowi	9,7	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Zobowiązania długoterminowe	231,1	222,9	343,5	445,1	398,2	426,3	448,8
Dług	30,0	0,0	100,0	200,0	100,0	100,0	100,0
Pozostałe	201,1	222,9	243,5	245,1	298,2	326,3	348,8
Zobowiązania krótkoterminowe	201,7	318,8	240,2	239,6	250,2	267,4	288,2
Dług	20,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	181,7	218,8	240,2	239,6	250,2	267,4	288,2
Dług	50,0	100,0	100,0	200,0	100,0	100,0	100,0
Dług netto	1,5	0,1	-185,7	49,7	-66,7	-88,7	-156,7
(Dług netto / Kapitał własny)	0,2%	0,0%	-10,8%	2,7%	-3,3%	-4,0%	-6,7%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,0	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,3
BVPS	41,5	48,1	50,7	54,3	60,1	65,2	69,1



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	214,6	333,1	287,8	371,9	432,7	502,7	535,7
Zysk netto	94,1	156,0	184,1	141,9	210,5	278,6	272,6
Amortyzacja	122,1	136,2	149,6	188,8	228,6	236,3	250,6
Kapitał obrotowy	-1,6	40,9	-45,9	41,2	-6,4	-12,2	12,5
Przepływy inwestycyjne	-260,8	-327,9	-541,8	-586,9	-305,0	-379,3	-335,0
CAPEX	-260,8	-327,9	-541,8	-586,9	-305,0	-379,3	-335,0
Przepływy finansowe	3,5	46,2	439,7	79,7	-111,3	-101,4	-132,8
Dług	50,0	50,0	0,0	100,0	-100,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-50,0	-5,6	-88,8	-18,4	-14,2	-105,2	-139,3
Pozostałe	3,6	1,9	528,6	-1,9	2,9	3,9	6,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	-42,6	51,4	185,8	-135,4	16,4	22,0	67,9
Środki pieniężne na koniec okresu	48,1	99,9	285,7	150,3	166,7	188,7	256,7
DPS (PLN)	2,2	0,2	2,6	0,5	0,4	3,1	4,1
FCF	-46,6	6,2	-255,6	-210,9	128,1	123,0	198,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	30,2%	31,7%	46,6%	49,6%	19,8%	20,9%	17,6%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	16,5	10,0	12,5	16,2	10,9	8,2	8,4
P/CE	4,4	3,2	3,2	3,2	4,5	3,5	3,8
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
P/S	1,8	1,5	2,0	1,9	1,5	1,3	1,2
FCF/EV	-3,0%	0,4%	-12,1%	-9,0%	5,7%	5,5%	9,2%
EV/EBITDA	6,4	4,6	5,5	6,2	4,5	3,7	3,6
EV/EBIT	12,9	7,7	9,0	12,5	8,2	6,2	6,1
EV/S	1,8	1,5	1,8	2,0	1,5	1,2	1,1
DYield	3,2%	0,4%	3,9%	0,8%	0,6%	4,6%	6,1%
Cena (PLN)	67,5						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	23,0	23,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
MC (mln PLN)	1553,4	1553,4	2295,9	2295,9	2295,9	2295,9	2295,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	9,7	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
EV (mln PLN)	1 564,6	1 563,0	2 119,7	2 355,1	2 238,6	2 216,6	2 148,7



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące LW Bogdanka

Rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-07-02	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	60,85	67,55
WIG w dniu rekomendacji	30688,73	35363,92