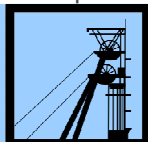


10 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Górnictwo węgla**

Polska

**LW Bogdanka****Trzymaj**

LWBA.WA; LWB.PW

(Niezmieniona)

**Kamil Kliszcz**  
 (48 22) 697 47 06  
 kamil.kliszcz@dibre.com.pl

**Prognoza roczna już zrealizowana**
**Obecna cena 74,5 PLN, Cena docelowa 68,0 PLN**

Wyniki Bogdanki w 3Q'09 okazały się istotnie lepsze zarówno od naszych oczekiwań, jak i rynkowego konsensusu. Odchylenie na poziomie przychodów to przede wszystkim efekt wyższych wolumenów wydobycia oraz wyższej średniej ceny sprzedaży węgla (zakładaliśmy spadek ceny q/q o 4%, tymczasem ujemna dynamika wyniosła tylko -0,8%). Dodatkowo na poziomie kosztów wbrew naszym założeniom nie zaobserwowaliśmy wzrostu q/q, co powinno wynikać z prowadzonych prac przygotowawczych na nowym Polu Stefanów (zagregowane koszty operacyjne niższe o 19 mln PLN). Ostatecznie dzięki temu Spółka po 3Q praktycznie wykonała już zrewidowaną roczną prognozę Zarządu (na poziomie EBIT realizacja 96%, a na poziomie zysku netto 98%), aczkolwiek na razie ze względu na oczekiwane sezonowe osłabienie wyników w 4Q oraz planowane rezerwy na świadczenia pracownicze, kierownictwo nie zdecydowało się na podniesienie tych szacunków. Zysk netto na poziomie 178 mln PLN Zarząd uważa jednak, za prognozę konserwatywną. Przyszły rok może być pod względem wyników trudniejszy niż 2009 ze względu na brak wzrostów cen węgla i systematyczne aktywowanie nowych inwestycji poprzez wzrost amortyzacji, co jednak uwzględniamy w naszych prognozach.

**Skonsolidowane wyniki kwartalne LWB Bogdanka**

(mln PLN)	IIIQ2009	IIIQ2008	zmiana	IIIQ2009P	wyniki vs. prognoza	konsensus PAP	wyniki vs. konsens.	I-IIIQ 2009	I-IIIQ 2008	zmiana	2009P (DI BRE)	wykonanie
Przychody	329,9	279,3	18%	306,1	8%	306,0	8%	850,7	773,3	10%	1 163,0	73%
EBITDA	145,8	129,5	13%	103,0	42%	118,0	24%	319,5	266,7	20%	385,9	83%
marża EBITDA	44,2%	46,4%	-	33,6%	-	38,6%	-	37,6%	34,5%	-	33,2%	-
EBIT	108,8	93,8	16%	67,6	61%	75,1	45%	213,3	163,9	30%	236,3	90%
Zysk brutto	113,2	93,8	21%	71,2	59%	-	-	217,4	162,6	34%	238,5	91%
Zysk netto	91,0	73,6	24%	55,9	63%	61,8	47%	174,4	125,5	39%	184,1	95%

*Źródło: Bogdanka, PAP, szacunki DI BRE*
**Wyższe przychody, niższe koszty**

W 3Q 2009 Bogdanka wypracowała około 23 mln PLN wyższe przychody niż zakładaliśmy, co miało związek z nieco wyższym poziomem sprzedaży (1,4 mln ton vs. 1,5 mln ton wliczając zejście z zapasów) oraz wyższą realizowaną ceną węgla (spadek q/q tylko o 0,8% vs. oczekiwane -4%). Spółka co prawda dokonała zmian w cenach kontraktowych w 3Q średnio o -4,5%, ale kaloryczność sprzedawanego w tym okresie surowca była wyższa od średniej (rozliczenia z odbiorcami są prowadzone o cenę zawartą w węglu energii). W zakończonym kwartale Bogdanka zaskoczyła także na poziomie kosztów, które w przeliczeniu na tonę wydobycia utrzymały się na poziomie z 1H'2009 (po oczyszczeniu o zaksięgowaną wówczas rezerwę na nagrodę dla pracowników w kwocie 36 mln PLN), podczas gdy my zakładaliśmy ich wzrostu w związku z księgowaniem kosztów prac przygotowawczych na Polu Stefanów. Wszystko wskazuje na to, że efekt ten zostanie przesunięty na przyszły rok. Ostatecznie Bogdanka wypracowała więc ponad 145 mln PLN EBITDA i ponad 133 mln PLN środków pieniężnych z działalności operacyjnej (cash flow obciążony wypłatą wspomnianej kwoty dla pracowników). Wydatki inwestycyjne sięgnęły w tym kwartale 119 mln PLN vs. 163 mln PLN w 1H'2009.

**Dane operacyjne i finansowe LW Bogdanka w okresie 1H'2008-3Q'2009**

mln PLN	1H 2008	3Q 2008	4Q 2008	1H 2009	3Q 2009
Wydobycie w tys. ton	2 784,0	1 450,0	1 343,0	2 479,8	1 465,2
Zapasy węgla tys. ton	17,1	9,7	4,0	156,7	114,9
Sprzedaż węgla w tys. ton	2 784,0	1 457,4	1 348,7	2 327,2	1 507,0
Przychody z węgla mln PLN	477,3	271,9	247,1	499,7	321,0
Cena sprzedaży w PLN/t	171,4	186,6	183,2	214,7	213,0
<b>Przychody</b>	<b>493,9</b>	<b>279,3</b>	<b>260,0</b>	<b>520,8</b>	<b>329,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>137,1</b>	<b>129,5</b>	<b>73,0</b>	<b>173,7</b>	<b>145,8</b>
Amortyzacja	67,0	35,7	33,4	69,1	37,0
EBIT	70,1	93,8	39,6	104,5	108,8
<b>Zysk netto</b>	<b>51,9</b>	<b>73,6</b>	<b>30,5</b>	<b>51,9</b>	<b>91,0</b>
Koszt operacyjne bez amortyzacji w PLN na tonę wydobycia*	128,2	103,3	139,3	125,5	125,7

*\*koszty w 1H'09 zostały oczyszczone o rezerwę na nagrodę dla pracowników w wysokości 36 mln PLN*
*Źródło: Bogdanka, szacunki DI BRE*

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

### **Perspektywa 4Q'09 i prognoza roczna**

Wynik operacyjny LW Bogdanka po 3 kwartałach tego roku wynosi 213 mln PLN, a zysk netto 174 mln PLN, a więc odpowiednio 95,9% i 97,9% rewidowanej 27 października prognozy rocznej Zarządu. Spółka w raporcie za 3Q nie zdecydowała się jednak na korektę tych szacunków, wskazując iż wyniki 4Q są standardowo obciążone rezerwami na świadczenia pracownicze w postaci deputedatów węglowych, nagród jubileuszowych, odpraw emerytalno – rentownych. Zgodnie z przyjętą polityką księgową wycena aktuarialna tych rezerw dokonywana jest raz w roku według stanu na dzień 31 grudnia (rezerwa będzie uwzględniać także wzrost zatrudnienia r/r o 137 osób). Ponadto w związku z mniejszą ilością dni roboczych w miesiącu grudniu przychody Spółki będą niższe niż przeciętnie w pozostałych miesiącach roku (8 dni wydobycia mniej implikuje niższy wolumen o około 150 tys. ton ), co będzie wpływać na wzrost jednostkowych kosztów. Pewnym buforem może być natomiast dalsze zejście z zapasów w związku z obserwowanym wzrostem popytu na węgiel (do końca października zwały przy kopalni zmniejszyły się o kolejne 50 tys. ton).

### **Plany na rok 2010**

Obecnie Zarząd negocjuje kontrakty na dostawy węgla na rok 2010 i wszystko wskazuje na to, że przynajmniej w pierwszym półroczu 2010 średnie realizowane ceny nie będą istotnie odbiegać od aktualnego cennika. Niewykluczone, że Spółka będzie chciała przeprowadzić podwyżkę w 2H'10, ale wiele będzie zależeć od sytuacji rynkowej (obecnie taki ruch utrudnia presja cenowa węgla importowanego z Rosji). W związku z tym, że wydobycie raczej nie będzie odbiegało do poziomów 2009 roku (około 5,3 mln ton) Spółka raczej nie spodziewa się poprawy wyników finansowych na poziomie EBITDA. Będzie o to tym trudniej, że powoli aktywować się będą koszty ponoszone w związku z przygotowaniem do wydobycia na Polu Stefanów (ten efekt wraz ze wzrostem amortyzacji uwzględniamy w naszych prognozach), choć częściowo powinny być one neutralizowane przez brak wypłaconej w tym roku nagrody motywacyjnej dla pracowników.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

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

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

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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. Oczekiwane 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 stanowić 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.