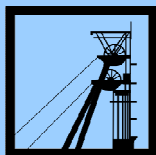


1 września 2010

Aktualizacja raportu

**Górnictwo węgla**

Polska

LW Bogdanka Trzymaj

LWBA.WA; LWB.PW

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	83,70 PLN
Cena docelowa	85,40 PLN
Kapitalizacja	2,85 mld PLN
Free float	2,70 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,96 mln PLN

Rośnie popyt ze strony energetyki

Otoczenie w jakim funkcjonuje spółka będzie zmieniało się na jej korzyść. Zarząd już mówi o rosnącym popycie krajowych elektrowni. Stopniowe wygasanie umów na import węgla skłoni kopalnie śląskie do podwyżek cen (zmniejszenia rabatów), naszym zdaniem już w 2H2010. „Niebawem” zarząd ogłosi prognozę wyników na 3Q oraz cały 2010 rok. Podwyższamy cenę docelową z 80,7 PLN do 85,4 PLN za akcję i nadal zalecamy trzymanie akcji spółki.

Struktura akcjonariatu

Aviva OFE	14,7%
ING OFE	9,6%
Skarb Państwa	5,0%
OFE PZU	9,8%
Amplico OFE	5,1%
Pozostali akcjonariusze	55,8%

Wyniki za 2Q2010

Wyniki spółki za 2Q2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami i wcześniejszymi zapowiedziami zarządu. Przychody LWB wzrosły o 2,8% do 284 mln PLN, EBITDA do 99,4 mln PLN (+21% r/r) a zysk netto do 54,2 mln PLN (+49,5% r/r). Produkcja wyniosła 1,415 mln ton (+13,6% r/r) a sprzedaż 1,36 mln ton (oczekiwaliśmy 1,32 mln), tj. o 12% więcej w ujęciu r/r. W 2Q średnia cena wynosiła 202 PLN/t i była niższa o 7,6% w ujęciu r/r i o 2,7% w porównaniu z 1Q2010. Wg naszych szacunków jednostkowy koszt produkcji utrzymuje się na poziomie ok. 153 PLN/t. Mimo wyższych wydatków związanych z inwestycjami to zasługa m.in. rosnącego wolumenu produkcji oraz efektywnego wydobycia w oparciu o kompleks strugowy.

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. Wydobycie 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 górniczego.

Perspektywa najbliższych kwartałów w LWB

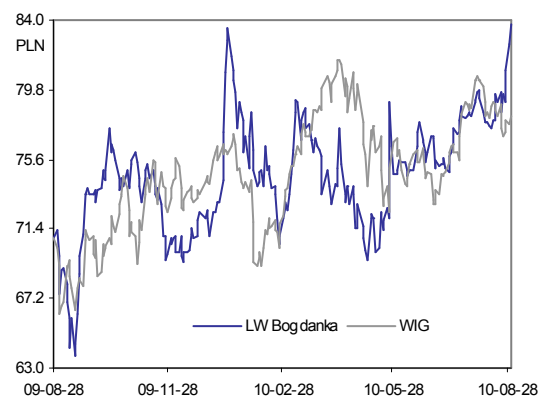
Oczekujemy, że tegoroczna produkcja węgla handlowego wzrośnie do 5,6 mln ton (+100 tys. ton vs. dotychczasowa prognoza). Na rok przyszły nadal podtrzymujemy prognozę sprzedaży na poziomie 6,8 mln ton (+21,5% r/r) wynikającą z uruchomienia eksploatacji ściany w Polu Stefanów. Średnią cenę sprzedaży węgla w 2H2010 szacujemy na poziomie 205,2 PLN/t – wzrost vs. 2Q o 1,5%, co jest możliwe biorąc pod uwagę relacje cenowe pomiędzy węglem importowanym a krajowym (ok. 40% tańszy, wygasające umowy importowe) oraz wejściem energetyki w okres zakupów na okres zimowy. W roku przyszłym zakładamy, że średnia cena wzrośnie o 3% r/r, tj. do 211,3 PLN. Założenie to uważamy za ostrożne.

Profil spółki

LW Bogdanka jest jedną z największych i najefektywniejszych pod względem jednostkowego kosztu produkcji kopalń węgla energetycznego w Polsce. W 2009 roku, przy sprzedaży węgla na poziomie 5,24 mln ton, udział spółki w krajowej produkcji wyniósł 6,5% a w przypadku dostaw do energetyki zawodowej 10%.

Krajowy rynek węgla energetycznego

Mimo że ceny węgla z portów ARA czy węgla rosyjskiego są o 40% wyższe w przeliczeniu na GJ w stosunku do cen węgla krajowego, import surowca w 1H nadal utrzymywał się na poziomie 6 mln ton. To efekt umów importowych podpisywanych przez zakłady energetyczne w latach 2008-9. Obecnie nowe umowy nie są zawierane, co będzie skutkowało stopniowym wygasaniem importu do poziomu ok. 5-6 mln ton rocznie (10 mln ton w 2009). Proces powinien zacząć się już w 2H2010 a jego efektem powinien być stopniowy spadek zapasów (obecnie 5,9 mln ton). Stworzy to miejsce do zwiększenia krajowej produkcji. Obecnie średnie ceny sprzedaży węgla (2Q2010: -7% q/q) krajowego są niższe niż jednostkowy koszt produkcji.

Kurs akcji LW Bogdanka na tle WIG

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 033,3	1 118,4	1 191,8	1 492,2	1 952,9
EBITDA	339,6	368,0	395,6	554,7	746,2
marża EBITDA	32,9%	32,9%	33,2%	37,2%	38,2%
EBIT	203,5	226,7	246,1	319,7	496,2
Zysk netto	156,0	191,5	188,7	241,9	382,3
DPS	0,2	2,6	0,6	0,6	3,6
P/E	12,3	14,9	15,1	11,8	7,4
P/CE	4,0	5,0	2,7	4,5	3,8
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA	5,7	6,6	7,6	5,3	3,7
DYield	0,3%	3,1%	0,7%	0,7%	4,2%

Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Wyniki za 2Q2010

Wyniki spółki za 2Q2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami i wcześniejszymi zapowiedziami zarządu. Wzrost przychodów to efekt wyższego wolumenu sprzedaży, ale przy niższej cenie jednostkowej sprzedaży będącej efektem obniżek wprowadzanych również przez kopalnie śląskie. Na rynek nadal napływa importowany węgiel ARA i z Rosji (łącznie 6 mln ton w 1H) zakontraktowany jeszcze w 2008 i 2009 roku. Biorąc pod uwagę obecne relacje cenowe pomiędzy węglem krajowy i węglem z importu nowe umowy importowe nie są już jednak zawierane. Mimo niższych cen a dzięki kontroli kosztów wydobycia (m.in. wzrost efektywności wydobycia dzięki zastosowaniu technologii strugowej) spółka zwiększyła marżę EBITDA do 35%. Zarząd ocenia, że rynek węgla ustabilizował się i obecnie widać ożywiony popyt ze strony energetyki. Przypominamy, że w ujęciu wolumenowym 3Q powinien być istotnie lepszy niż poprzednie dwa kwartały. „Niebawem” zarząd ogłosi prognozę wyników spółki w 3Q2010 oraz całym 2010 roku.

Skonsolidowane wyniki LWB za 1Q2010

(mln PLN)	2Q10	2Q09	zmiana	1H2010	1H2009	zmiana
Przychody	284,0	276,3	2,8%	578,1	520,8	11,0%
EBITDA	99,4	82,1	21,1%	194,7	173,7	12,1%
marża EBITDA	35,0%	29,7%	-	33,7%	33,4%	-
EBIT	64,5	45,4	42,0%	126,6	104,5	21,1%
Zysk netto	54,2	36,2	49,5%	106,9	83,5	28,0%

Źródło: LWB

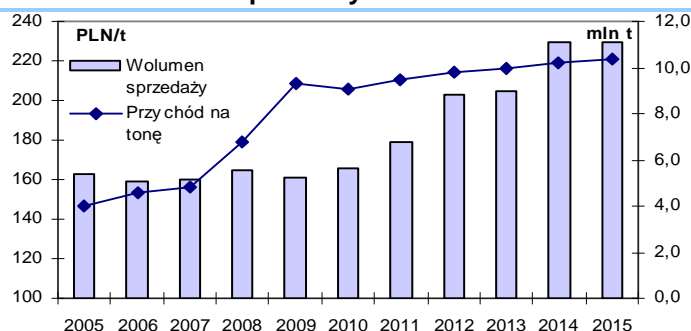
W 1H spółka wyprodukowała 2,8 mln ton węgla (+13,6% r/r) z czego sprzedała 2,73 mln ton (+17,4% r/r). W samym 2Q produkcja wyniosła 1,415 mln ton (+13,6% r/r) a sprzedaż wzrosła do 1,36 mln ton (oczekiwaliśmy 1,32 mln), tj. o 12% więcej w ujęciu r/r. Istotnie lepsze poziomy wydobycia to efekt dwóch czynników:

- niskiej bazy poprzedniego roku, kiedy spółka wstrzymywała część prac w związku z koniecznością uruchomienia procesu inwestycyjnego w Polu Stefanów (produkcja w 2008 wyniosła 5,58 mln ton, w roku 2009 spadła do 5,24 mln ton – przede wszystkim w 1H2009 kiedy wyprodukowano jedynie 2,48 mln ton),
- wprowadzeniu do eksploatacji kompleksu strugowego, przeznaczonego do wydobycia z niskich pokładów węgla. Jego zastosowanie (próbny rozruch w marcu, w czerwcu osiągnięcie wydajności na poziomie 10 tys. ton dziennie, z dziennym rekordem na poziomie blisko 17 tys. ton) pozwoliło na wzrost uzysku węgla ze ściany na poziomie 7% w stosunku do eksploatacji z zastosowanie tradycyjnego kombajnu.

Z informacji przekazanych przez zarząd wynika, że na obecną chwilę moce wytwórcze spółki w zakresie eksploatacji złożą się istotnie wyższe niż bieżąca produkcja węgla handlowego. Na obecnym etapie „pierwszym wąskim gardłem” w procesie produkcji jest zdolność wydobywcza szybu. Problem ten zostanie usunięty w marcu/kwietniu, kiedy spółka odda do użytku nowy szymb w Polu Stefanów. Kolejnym ograniczeniem pozostaje zdolność produkcyjna zakładu przeróbki mechanicznej węgla (zarząd podpisał umowę z firmą budowlaną, prace powinny ruszyć w październiku, oddanie pierwszego etapu inwestycji planowane jest na 2H2011).

W efekcie realizowanych projektów inwestycyjnych i podwyższających efektywność produkcji można oczekiwać, że tegoroczna produkcja węgla handlowego (przeznaczonego na sprzedaż) wzrośnie do 5,6 mln ton (wzrost o 100 tys. w stosunku do naszej dotychczasowej prognozy). Na rok przyszły nadal podtrzymujemy prognozę sprzedaży na poziomie 6,8 mln ton (+21,5% r/r) wynikającą z uruchomienia eksploatacji ściany w Polu Stefanów.

Prognozowany wzrost wolumenu sprzedaży

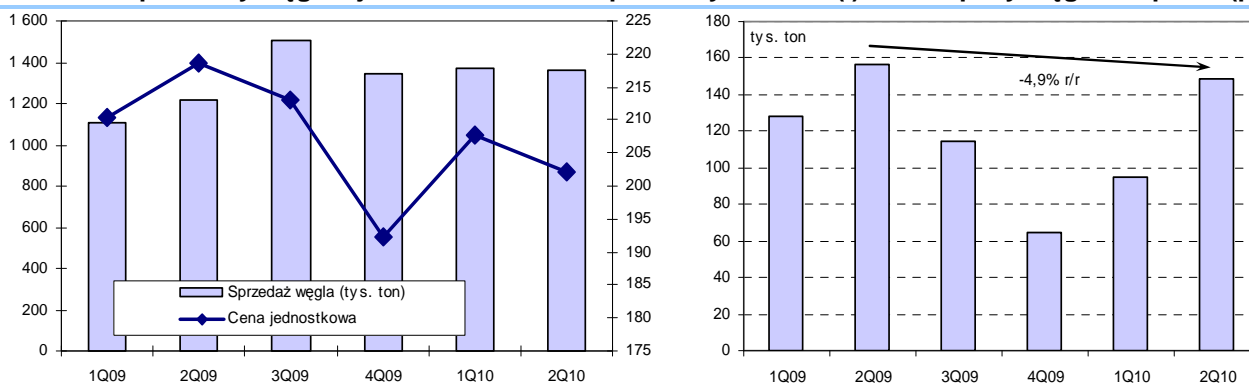


Źródło: DI BRE Banku SA

Z informacji przekazanych przez zarząd wynika, że spółka nie powinna mieć problemu ze zbytem rosnącego wolumenu produkcji. Spółka rozmawia w tej sprawie m.in. z Elektrownią Kozienice (dotychczas główny odbiorca), Połaniec, Ostrołęka. Na koniec czerwca zapasy węgla w spółce wyniosły 149 tys. ton (-4,9% r/r). Poziom ten można uznać za odpowiedni biorąc pod uwagę fakt, że spółka stoi przed okresem budowania zapasów przez energetykę na okres zimowy.

Średnia cena sprzedaży węgla w 1H wyniosła 205 PLN/t, tj. o 4,5% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. W 2Q średnia cena wynosiła 202 PLN/t i była niższa o 7,6% w ujęciu r/r i o 2,7% w porównaniu z 1Q2010. Dalszy spadek efektywnej ceny sprzedaży jest efektem obniżek cen wprowadzonych przez kopalnie śląskie, w których średnia cena sprzedaży węgla energetycznego za 2Q2010 była o 12,6% niższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku i o 7% niższa w porównaniu z 1Q2010. Szarzej do relacji cenowych odnosimy się w kolejnym rozdziale traktującym o rynku węgla w Polsce. W całym roku szacujemy średnią cenę na poziomie 205 PLN/t (poprzednio 206 PLN) – nadal uważamy że jest ona możliwa do osiągnięcia, biorąc pod uwagę relacje cenowe pomiędzy węglem importowanym a krajowym (ok. 40% tańszy, wygasające umowy importowe) oraz wejście energetyki w okres zakupów na okres zimowy. W roku przyszłym zakładamy, że średnia cena wzrośnie o 3% r/r, tj. do 211,3 PLN. Założenie to można uznać za ostrożne.

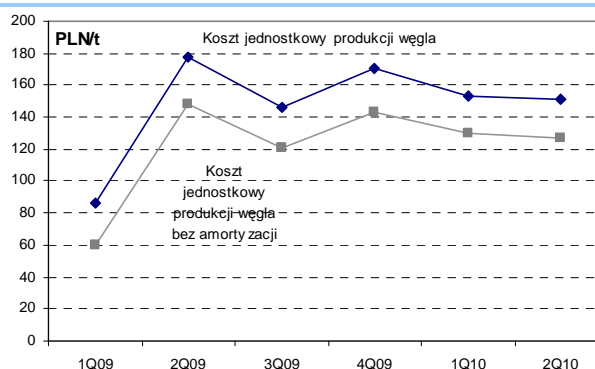
Wolumen sprzedaży węgla i jednostkowa cena sprzedaży w PLN/t (l) oraz zapasy węgla w spółce (p)



Źródło: LWB, DI BRE Banku SA

Po stronie kosztów na uwagę zasługuje obniżenie jednostkowego kosztu produkcji węgla pomimo wzrostu wydatków związanych z realizowanymi inwestycjami. To zasługa m.in. rosnącego wolumenu produkcji (pokrycie kosztów stałych) oraz bardziej efektywnego wydobycia w oparciu o kompleks strugowy (mniej wydobywanego kamienia). Spółka opóźniła (w stosunku do wcześniejszych zapowiedzi) również proces zatrudniania dodatkowych pracowników w związku z przyszłym uruchomieniem nowych mocy wydobywczych (opóźnienie w realizacji inwestycji w zakładzie przeróbki mechanicznej). Należy pamiętać, że w przyszłym roku w związku z oddaniem do użytkowania części realizowanych obecnie inwestycji (szyb, transport węgla do zakładu przeróbki mechanicznej, pierwsza ściana w Stefanowie) istotnie wzrośnie poziom amortyzacji (w naszej prognozie +85 mln PLN).

Szacunkowy jednostkowy koszt produkcji węgla

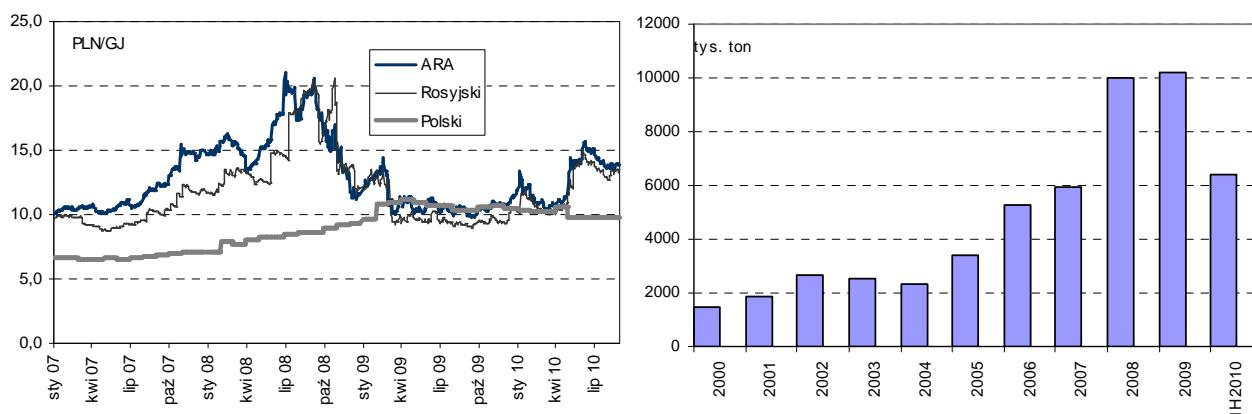


Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie LWB,

Rynek węgla energetycznego w Polsce

Ceny węgla energetycznego w portach ARA oraz węgla rosyjskiego nadal utrzymują się na wysokich poziomach i wynoszą odpowiednio: 92 i 91 USD/t. Z punktu widzenia krajowej energetyki koszty zakupu węgla importowanego są nadal nieatrakcyjne w relacji do cen węgla z krajowego wydobycia. Po uwzględnieniu kursu walutowego, kosztów transportu i ubezpieczenia oraz kaloryczności poszczególnych rodzajów węgla można szacować, że węgiel importowany jest obecnie o 40% droższy niż krajowy (13,5 PLN/GJ vs. 9,6 PLN/GJ). Mimo tego, w 1H2010 nadal utrzymywał się wysoki poziom importu węgla do Polski (6 mln ton), co jest efektem realizacji umów podpisanych przez elektrownie jeszcze w roku 2008 (spadek krajowej produkcji, brak węgla na rynku – zapasy na poziomie 1 mln ton – mimo wysokiej różnicy w cenie pomiędzy węglem krajowym a importowanym) i 2009 (węgiel krajowy droższy od węgla rosyjskiego). Przy obecnych realiach cenowych i dostępności węgla krajowego na rynku nowe umowy importowe nie są podpisywane. Tylko kwestią czasu pozostaje wygaśnięcie importu węgla do poziomu 5-6 mln ton rocznie (poziom z 2007/2008), co pozwoliłoby na „wypełnienie” tej luki krajową produkcją. Na obecną chwilę trudno jest ocenić, ile węgla importowanego zostało zakontraktowane w poprzednim okresie. Na podwyżki cen węgla krajowego nadal nie pozwalają wysokie zapasy. Te naszym zdaniem począwszy od sierpnia/września zaczną się istotnie obniżać.

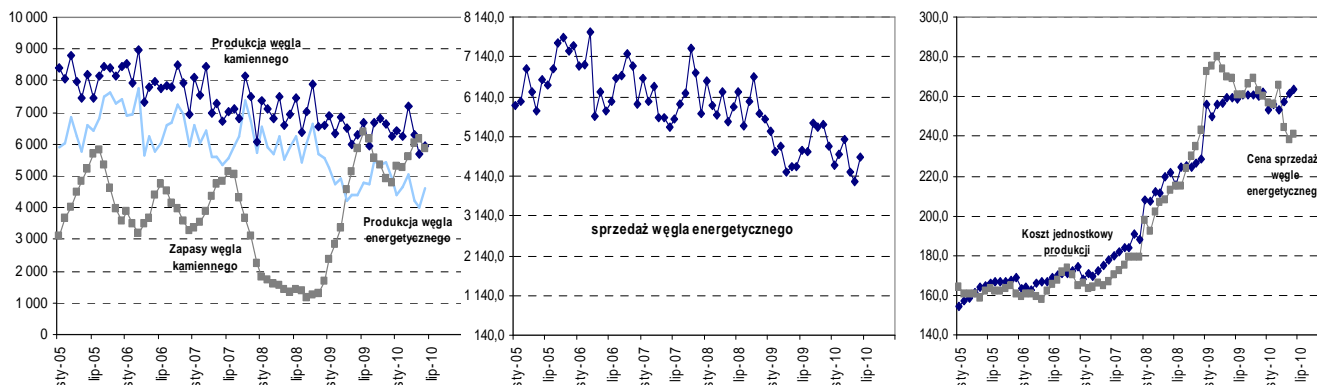
Cena węgla w portach ARA, węgla rosyjskiego w portach bałtyckich i węgla krajowego w przeliczeniu na GJ (z kosztami transportu w PLN/t) i import węgla do Polski (p)



Źródło: DI BRE Banku SA, GUS, Bloomberg

Sytuacja w polskich kopalniach pozostaje nadal trudna. Z danych Ministerstwa Gospodarki wynika, że na koniec czerwca br. zapasy węgla utrzymywały się na poziomie 5,9 mln ton. To wraz z nadal napływającym węglem z importu obniża wielkość bieżącej produkcji węgla krajowego (w czerwcu -5% r/r), co przy uwzględnieniu kosztów stałych produkcji wpływa na wzrost jednostkowego kosztu produkcji. Sytuacja ta skłania kopalnie do obniżania cen sprzedaży, co ma na celu odzyskanie płynności (część węgla trafia na rynek w ramach płatności za inwestycje realizowane przez kopalnie w „obligacjach węglowych”). W efekcie od kilku miesięcy średnia cena sprzedaży węgla jest niższa niż jednostkowy koszt produkcji.

Krajowy rynek węgla kamiennego



Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg



Biorąc pod uwagę, tak trudną sytuację kopalń śląskich należy oczekiwać, że w chwili kiedy import węgla zacznie obniżać się, kopalnie szybko zdecydują się na podwyżki cen i zwiększenie własnej produkcji. Nie zmienia to faktu, że kopalnie śląskie nadal balansują na krawędzi wypłacalności i tylko gruntowna restrukturyzacja lub dynamiczny wzrost cen (konwergencja do cen światowych – obecnie mało realna ze względu na automatyczne przełożenie na ceny energii, szczególnie biorąc pod uwagę, że przyszły rok jest rokiem wyborczym) mogą tę sytuację zmienić. W obu przypadkach beneficjentem jest LWB.

Wycena

Wycenę spółki opieramy na dwóch metodach: dochodowej (DCF) i porównawczej. W zależności od przyjętej metody wycena spółki mieści się w przedziale 2,65-2,72 mld PLN. Jako ostateczną wycenę przyjmujemy średnią ważoną, gdzie obu metodom przyporządkowaliśmy 50% wagę. Cenę docelową w perspektywie 9-ciu miesięcy wyznaczamy na 85,4 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena		Poprzednia wycena
		Łączna	Na akcję	Na akcję
Wycena wskaźnikowa	50%	2 721,3	80,0	76,1
Wycena DCF	50%	2 652,9	78,0	73,0
Wycena			79,0	74,6
Cena docelowa (9-mcy)			85,4	80,7

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 2009-2011 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		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Implikowana wycena na akcję	97,3	83,1	82,0	72,5	62,4	59,2	94	73	61
Waga roku	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Premia/dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		45%			10%			45%	
Wycena	80,0	87,5			64,7			75,9	

Źródło: DI BRE Banku SA

Wskaźniki dla spółek porównywalnych

	Cena	EV/EBITDA			EV/S			P/E			marża EBITDA		
		2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
ALPHA NATURAL RESOURCES INC	37,1	4,7	2,8	2,1	1,0	0,7	0,6	19,8	7,3	4,6	17,1%	20,9%	23,9%
ALLIANCE RESOURCE PARTNERS	54,1	6,2	4,0	3,7	1,6	1,2	1,1	15,2	8,2	7,9	25,2%	25,8%	30,7%
PEABODY ENERGY CORP	42,8	11,0	7,6	5,9	2,4	2,0	1,8	25,5	13,8	9,4	27,7%	21,4%	26,5%
CENTENNIAL COAL COMPANY	6,0	11,7	13,9	7,1	2,9	3,2	2,4	31,5	37,3	14,9	26,0%	24,8%	22,7%
WHITEHAVEN COAL LTD	6,1	18,6	23,7	13,0	4,8	6,1	4,1	32,6	42,6	22,6	25,1%	25,8%	25,8%
CONSOL ENERGY INC	32,2	5,3	4,4	3,2	1,5	1,3	1,1	10,9	10,9	6,9	22,9%	28,0%	28,9%
ARCH COAL INC	22,5	9,2	5,9	4,1	1,6	1,4	1,2	49,0	18,1	7,9	25,4%	17,9%	23,1%
SEMIRARA MINING CORP	127,0	13,6	8,2	6,4	2,6	1,8	1,4	25,6	15,1	9,7	27,3%	19,4%	21,5%
BUMI RESOURCES TBK PT	0,2	3,7	3,2	2,4	1,3	1,0	0,8	9,6	11,2	7,5	36,3%	33,9%	32,3%
TAMBANG BATUBARA BUKIT	17700,0	9,5	11,8	8,2	4,1	4,2	3,3	14,1	17,1	12,1	38,3%	43,3%	35,2%
BANPU PUBLIC CO LTD	622,0	10,4	9,8	6,6	3,5	3,1	2,3	11,8	12,5	9,2	28,6%	33,4%	31,4%
GUIZHOU PANJIANG REFINED	20,2	7,3	7,3	4,6	2,3	2,3	1,5	11,6	9,3	5,8		31,1%	30,8%
SHANXI GUOYANG NEW	16,4	4,7	3,8	3,0	0,8	0,7	0,6	8,5	6,4	5,7	16,9%	17,6%	18,1%
STRAITS ASIA RESOURCES	1,6	9,9	14,9	7,2	4,0	3,9	2,8	18,1	27,9	12,4	36,8%	39,9%	26,5%
NEW WORLD RESOURCES	8,7	67,4	20,1	16,9	9,8	6,7	6,2		39,5	34,3	33,6%	14,6%	33,2%
Maksimum		67,4	23,7	16,9	9,8	6,7	6,2	49,0	42,6	34,3	38,3%	43,3%	35,2%
Minimum		3,7	3,2	2,4	0,8	0,7	0,6	8,5	6,4	5,7	16,9%	14,6%	18,1%
Mediana		9,5	7,6	5,9	2,4	2,0	1,5	16,7	13,8	9,2	26,7%	25,8%	26,5%

Źródło: DI BRE Banku SA na podstawie Bloomberg



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	TV	
Przychody ze sprzedaży	1 191,8	1 492,2	1 952,9	2 016,7	2 499,0	2 524,7	2 550,8	2 564,7	2 578,6		
zmiana	-	25,2%	30,9%	3,3%	23,9%	1,0%	1,0%	0,5%	0,5%		
EBITDA	395,6	554,7	746,2	736,4	911,2	898,1	879,5	837,3	792,9		
marża EBITDA	33,2%	37,2%	38,2%	36,5%	36,5%	35,6%	34,5%	32,6%	30,8%		
Amortyzacja	149,5	235,0	250,0	261,8	269,1	272,2	267,0	267,3	267,5		
EBIT	246,1	319,7	496,2	474,6	642,1	625,9	612,6	570,0	525,4		
marża EBIT	20,6%	21,4%	25,4%	23,5%	25,7%	24,8%	24,0%	22,2%	20,4%		
Opodatkowanie EBIT	56,1	72,9	113,1	108,2	146,4	142,7	139,7	130,0	119,8		
NOPLAT	190,0	246,8	383,1	366,4	495,7	483,2	472,9	440,1	405,6	397,5	
CAPEX	-854,3	-385,0	-368,0	-335,0	-300,0	-220,0	-270,0	-270,0	-270,0	-267,5	
Kapitał obrotowy	-24,0	2,0	3,8	12,8	-16,0	-5,1	-6,0	1,3	2,4	-6,0	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-538,9	98,8	268,8	306,0	448,8	530,3	463,8	438,6	405,6	391,5	
WACC	10,5%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
współczynnik dyskonta	90,5%	81,7%	73,7%	66,5%	60,0%	54,2%	48,9%	44,1%	39,8%	35,9%	
PV FCF	-487,7	80,8	198,2	203,6	269,4	287,2	226,6	193,3	161,3	1 098,0	
WACC	10,5%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
Koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	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%	
Efektywna stopa podatkowa	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	
Dług netto / EV	5,8%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	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)	3 059,6	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 098,0	-5,0%	-4,0%	-2,0%	0,0%	1,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 132,7	WACC +1,0pp	69,5	71,1	74,8	79,8	83,1				
Wartość firmy (EV)	2 230,7	WACC +0,5pp	72,6	74,3	78,5	84,2	87,9				
Dług netto	-431,7	WACC	77,7	79,6	84,3	90,8	95,0				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	79,5	81,6	86,9	94,3	99,2				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -01,0pp	83,3	85,7	91,7	100,2	105,9				
Wartość firmy	2 652,9										
Liczba akcji (mln)	34,0										
Wartość firmy na akcję (PLN)	78,0										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%										
Cena docelowa	84,3										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,6										
P/E('09) dla ceny docelowej	15,2										
Udział TV w EV	49%										

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	862,5	1 033,3	1 118,4	1 191,8	1 492,2	1 952,9	2 016,7
zmiana	-	19,8%	8,2%	6,6%	25,2%	30,9%	3,3%
Koszty wytworzenia	643,4	727,9	760,9	818,3	1 024,0	1 267,0	1 346,3
EBIT	121,4	203,5	226,7	246,1	319,7	496,2	474,6
zmiana	-	67,7%	11,4%	8,5%	29,9%	55,2%	-4,4%
marża EBIT	14,1%	19,7%	20,3%	20,6%	21,4%	25,4%	23,5%
Wynik na działalności finansowej	0,8	-1,6	11,1	-1,6	-6,4	-0,9	3,7
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	237,8	244,5	313,3	495,3	478,3
Podatek dochodowy	27,8	46,1	47,0	55,7	71,4	112,9	109,1
Udziałowcy mniejszościowi	-0,2	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	94,1	156,0	191,5	188,7	241,9	382,3	369,3
zmiana	-	65,8%	22,7%	-1,4%	28,2%	58,1%	-3,4%
marża	10,9%	15,1%	17,1%	15,8%	16,2%	19,6%	18,3%
Amortyzacja	122,1	136,2	141,3	149,5	235,0	250,0	261,8
EBITDA	243,4	339,6	368,0	395,6	554,7	746,2	736,4
zmiana	0,8%	39,5%	8,3%	7,5%	40,2%	34,5%	-1,3%
marża EBITDA	28,2%	32,9%	32,9%	33,2%	37,2%	38,2%	36,5%
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	5,6	5,5	7,1	11,2	10,9
CEPS	15,4	21,0	16,6	30,7	18,4	22,1	20,7
ROAE	10,1%	15,1%	13,5%	10,4%	12,0%	17,0%	14,9%
ROAA	7,0%	10,2%	9,3%	7,4%	8,9%	12,7%	11,2%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 398,4	1 657,4	2 469,8	2 619,2	2 841,7	3 179,1	3 396,4
Majątek trwały	1 206,5	1 386,0	1 617,5	2 326,9	2 484,2	2 610,1	2 691,4
Wartości niematerialne i prawne	11,4	10,1	12,2	12,4	12,6	12,8	12,9
Rzeczowe aktywa trwałe	1 158,3	1 334,0	1 558,7	2 263,6	2 413,6	2 531,6	2 604,8
Należności długoterminowe	0,5	0,9	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	36,3	41,1	46,2	50,6	57,7	65,2	73,0
Majątek obrotowy	191,9	271,4	852,3	292,3	357,5	569,0	705,1
Zapasy	41,8	35,1	50,4	49,8	62,3	77,1	81,9
Należności krótkoterminowe	101,6	135,8	117,5	121,8	152,5	199,6	206,1
Nadpłacony podatek dochodowy	0,0	0,7	2,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	48,5	99,9	681,7	119,7	141,7	291,3	416,1

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
PASYWA	1 398,4	1 657,4	2 469,8	2 619,2	2 841,7	3 179,1	3 396,4
Kapitał własny	955,9	1 106,3	1 730,0	1 899,5	2 122,5	2 384,0	2 562,0
Kapitał akcyjny	246,2	246,2	301,2	301,2	301,2	301,2	301,2
Kapitał zapasowy	325,5	400,0	890,5	890,5	890,5	890,5	890,5
Pozostałe kapitały	384,2	460,1	538,3	707,9	930,9	1 192,3	1 370,4
Udziałowcy mniejszości	9,7	9,5	8,9	9,5	9,5	9,5	9,5
Zobowiązania długoterminowe	231,1	222,9	477,8	468,1	458,9	503,0	522,0
Dług	30,0	0,0	250,0	250,0	200,0	200,0	200,0
Pozostałe	201,1	222,9	227,8	218,1	258,9	303,0	322,0
Zobowiązania krótkoterminowe	201,7	318,8	253,1	242,0	250,7	282,6	302,9
Dług	20,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	181,7	218,8	253,1	242,0	250,7	282,6	302,9

Dług	50,0	100,0	250,0	250,0	200,0	200,0	200,0
Dług netto	1,5	0,1	-431,7	130,3	58,3	-91,3	-216,1
(Dług netto / Kapitał własny)	0,2%	0,0%	-25,0%	6,9%	2,7%	-3,8%	-8,4%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	0,0	-1,2	0,3	0,1	-0,1	-0,3

BVPS	41,5	48,1	50,9	55,8	62,4	70,1	75,3
------	------	------	------	------	------	------	------



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	214,6	333,1	367,5	314,2	478,9	636,1	643,8
Zysk netto	94,1	156,0	191,5	188,7	241,9	382,3	369,3
Amortyzacja	122,1	136,2	141,3	149,5	235,0	250,0	261,8
Kapitał obrotowy	-1,6	40,9	34,8	-24,0	2,0	3,8	12,8
Przepływy inwestycyjne	-260,8	-327,9	-373,5	-854,3	-385,0	-368,0	-335,0
CAPEX	-260,8	-327,9	-373,5	-854,3	-385,0	-368,0	-335,0
Przepływy finansowe	3,5	46,2	587,7	-21,7	-71,9	-118,5	-184,1
Dług	50,0	50,0	150,0	0,0	-50,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-50,0	-5,6	-88,8	-19,1	-18,9	-120,9	-191,2
Pozostałe	3,6	1,9	526,6	-2,6	-3,0	2,5	7,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	-42,6	51,4	581,8	-561,8	22,0	149,6	124,8
Środki pieniężne na koniec okresu	48,1	99,9	681,7	119,8	141,7	291,3	416,1
DPS (PLN)	2,2	0,2	2,6	0,6	0,6	3,6	5,6
FCF	-46,6	6,2	-15,5	-538,9	98,8	268,8	306,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	30,2%	31,7%	33,4%	71,7%	25,8%	18,8%	16,6%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
P/E	20,5	12,3	14,9	15,1	11,8	7,4	7,7
P/CE	5,4	4,0	5,0	2,7	4,5	3,8	4,0
P/BV	2,0	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1
P/S	2,2	1,9	2,5	2,4	1,9	1,5	1,4
FCF/EV	-2,4%	0,3%	-0,6%	-18,0%	3,4%	9,7%	11,6%
EV/EBITDA	8,0	5,7	6,6	7,6	5,3	3,7	3,6
EV/EBIT	16,0	9,5	10,7	12,1	9,1	5,6	5,6
EV/S	2,2	1,9	2,2	2,5	2,0	1,4	1,3
DYield	2,6%	0,3%	3,1%	0,7%	0,7%	4,2%	6,7%
Cena (PLN)	83,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	23,0	23,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
MC (mln PLN)	1926,2	1926,2	2846,9	2846,9	2846,9	2846,9	2846,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	9,7	9,5	8,9	9,5	9,5	9,5	9,5
EV (mln PLN)	1 937,4	1 935,8	2 424,2	2 986,6	2 914,7	2 765,0	2 640,2



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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
micchal.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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
micchal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
micchal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 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 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. Wylimitowanie 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.

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 progностycznych 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	Kupuj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-12-15	2010-02-03	2010-05-06	2010-05-19	2010-08-04
kurs z dnia rekomendacji	70,00	77,00	70,90	72,45	79,15
WIG w dniu rekomendacji	39769,97	39904,02	41287,90	41562,65	43412,75