

LW Bogdanka

akumuluj

branża górnicza

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 76.5

Cena docelowa: 84.7

Lubelska perła polskiego górnictwa

LW Bogdanka to czołowy producent węgla kamiennego w Polsce i zarazem lider kosztowy spośród polskich kopalń. Przewaga konkurencyjna spółki nie ogranicza się do wydajności wydobycia, ale obejmuje również rentę lokalizacyjną, wynikającą z faktu, że jest to jedyna kopalnia na terenie Lubelskiego Zagłębia Węglowego. W najbliższych latach Bogdanka zrealizuje strategię inwestycyjną, dzięki której zostaną oddane do eksploatacji pokłady w Polu Stefanów, a wydobycie węgla zwiększy się dwukrotnie. Wraz ze wzrostem przychodów będą rosły marże, w związku z znacznymi efektami synergii jednoczesnej eksploatacji dwóch poziomów wydobywczych.

Zła koniunktura na rynku węgla omija Bogdanę

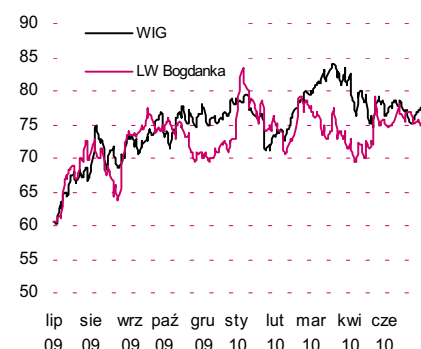
Sytuacja na polskim rynku węgla energetycznego była w ostatnich miesiącach zła. Wolumeny sprzedaży są mniejsze w skali r/r, a w związku z narastającymi zapasami śląskie kopalnie obniżają ceny zbytu. Sytuacja Bogdanki jest znacznie lepsza. Spółka nie odczuwa presji na obniżki cen, a wolumen sprzedaży rośnie. W rezultacie prognozujemy, że wyniki Bogdanki w 2010r. będą tylko nieznacznie gorsze od rekordowych zysków z zeszłego roku. Na rynkach międzynarodowych w ostatnich miesiącach widoczna jest tendencja wzrostowa cen węgla. Ceny w portach ARA wzrosły z 75 USD za tonę w kwietniu do ponad 90 USD obecnie. Przerzucenie tych wzrostów na ceny zbytu w Polsce nie będzie możliwe w najbliższym okresie, z powodu dużego stanu zapasów. Przewidujemy jednak, że w przypadku utrzymania się cen w okolicach 100 USD, w przyszłym roku kopalnie będą mogły wprowadzić podwyżki.

Rozpoczęcie rozbudowy ZPMW

Pod koniec czerwca Bogdanka ostatecznie podpisała umowę z Mostostal Warszawa na przebudowę Zakładu Przeróbki Mechanicznej Węgla. Zawarcie kontraktu zostało opóźnione o blisko pół roku w związku z protestami stron, które przegrały w przetargu. W związku z opóźnieniem, termin realizacji zadania został przeniesiony na jesień 2011 roku. W rezultacie, wydobycie kopalni w przyszłym roku będzie mniejsze od początkowo zakładanego 7.4 mln ton, a plan realizacji wydatków inwestycyjnych ulegnie przesunięciu.

Wycena

Wycenę Bogdanki przeprowadziliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Na podstawie naszych prognoz wartość rynkową spółki szacujemy na 84.7 PLN na akcję.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	83.5 / 60.5
Liczba akcji (mln)	34.0
Kapitalizacja (mln PLN)	2 602
EV (mln PLN)	2 170
Free float (mln PLN)	1 364
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	5.3
Główny akcjonariusz	Aviva OFE
% akcji, % głosów	14.74/14.74
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	1.3 1.2 25.6
Zmiana rel. WIG (%)	0.7 7.7 -4.5

Franciszek Wojtal

(022) 598 26 05

franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2008	1 033.3	203.5	339.6	201.9	156.0	6.8	12.7	48.1	11.3	1.6	8.7	5.2	14.1
2009	1 118.4	226.7	368.0	237.8	191.5	6.6	11.5	50.9	11.5	1.5	7.8	4.8	13.1
2010p	1 181.7	228.6	395.1	227.7	182.1	5.4	10.2	56.2	14.3	1.4	11.5	6.7	9.5
2011p	1 350.3	265.4	494.4	255.2	204.2	6.0	12.7	62.2	12.7	1.2	11.4	6.1	9.6
2012p	1 845.2	503.7	780.3	481.0	384.8	11.3	19.4	73.5	6.8	1.0	6.0	3.9	15.4

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; * wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej LW Bogdanka na poziomie 76.5 PLN za akcję

Podsumowanie inwestycyjne

Znaczący producent węgla w Polsce

LW Bogdanka jest odpowiedzialna za około 7% łącznego wydobycia węgla kamiennego w Polsce. W 2014 roku, na skutek realizacji programu inwestycyjnego, roczne wydobycie zwiększy się z 5.5 do 11.1 mln ton rocznie. Wzrost produkcji, wobec ograniczenia inwestycji do projektów odtworzeniowych w pozostałych kopalniach, będzie skutkował liczącym się wzrostem udziału rynkowego.

Lider pod względem wydajności

Jednostkowe koszty produkcji węgla w Bogdance są o 20-40% niższe od przeciętnych kosztów śląskich kopalniach. Różnica ta wynika tylko w części z lepszej organizacji pracy i wykorzystania nowocześniejszych technologii. Podstawową przewagą spółki jest lepsza budowa geologiczna pokładów, a więc również w przyszłości koszty wydobycia w Bogdance będą niższe.

Renta lokalizacyjna

Bogdanka jest jedyną kopalnią węgla na terenie Lubelskiego Zagłębia Węglowego, dzięki czemu koszty transportu do elektrowni w regionie są niższe w porównaniu do pozostałych polskich i zagranicznych dostawców. Plany zwiększenia mocy istniejących bloków energetycznych oraz budowy nowej elektrowni w Lublinie zwiększą przewagę lokalizacyjną spółki w przyszłości.

Ekspozycja na ceny paliw

Ceny zbytu węgla w Polsce reagują obecnie na zmiany notowań na rynkach międzynarodowych z dużym opóźnieniem. W kolejnych latach przełożenie cen za granicą (zwłaszcza w portach ARA) na ceny krajowe będzie następować znacznie szybciej w związku z indeksowaniem umów.

Koszty pracownicze decydują o rentowności

Prawie połowę kosztów według rodzaju w 2009 roku stanowiły koszty pracownicze. Docelowo, po uruchomieniu nowych inwestycji, świadczenia będą stanowiły blisko 40% kosztów. Kształtowanie się płac i innych przywilejów pracowniczych w przyszłości będzie miało bezpośredni wpływ na rentowność spółki. Równie istotna jest współpraca pomiędzy zarządkiem i związkami zawodowymi, których pozycja jest bardzo znacząca. Przerwa w produkcji, w związku ze strajkami i akcjami protestacyjnymi, jest istotnym czynnikiem ryzyka w Bogdance.

Wycena

Podsumowanie wyceny

Wyceny LW Bogdanka dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych działających w branży górnictwa węgla kamiennego. W oparciu o metodę DCF wyceniliśmy spółkę na 3.384 mln PLN, czyli 99.5 PLN na akcję. Wyceniając spółkę metodą porównawczą ustaliliśmy wartość spółki na poziomie 2.378 mln PLN, czyli 69.9 PLN na akcję. Obu metodom przypisaliśmy tą samą wagę w wycenie.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	3 384	99.5
Wycena porównawcza do zagranicznych spółek	2 378	69.9
Wycena spółki LW Bogdanka	2 881	84.7

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost wolumenu sprzedaży do 5.5 mln ton w bieżącym roku, 6 mln ton w 2011r. (oddanie w listopadzie do eksploatacji pierwszej ściany w Polu Stefanów), 8.2 mln w latach 2012-2013 i 11.1 mln ton w 2014r. (oddanie do eksploatacji drugiej ściany w Polu Stefanów)
- stabilizacja średniorocznej ceny zbytu węgla w bieżącym roku, wzrost o 5% w 2011r. i utrzymanie stałej ceny w kolejnych latach prognozy
- łączne nakłady inwestycyjne (odtworzeniowe i rozwojowe) w latach 2010-2015 w wysokości 3.6 mld PLN
- prognoza nie uwzględnia realizacji projektu budowy elektrociepłowni przez spółkę Łęczyńska Energetyka
- premia rynkowa za ryzyko - 5%
- współczynnik Beta na poziomie 1.0
- długookresowa stopa spadku wolnych przepływów pieniężnych 3%

Wycena DCF

Metoda DCF pozwala w najlepszy sposób uwzględnić wszystkie czynniki kształtujące wartość firmy. Wolne przepływy gotówkowe (free cash flow to firm) obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników finansowych spółki za okres 2010-2019. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy posłużyliśmy się rentownościami obligacji skarbowych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	<2019
Sprzedaż	1 182	1 350	1 845	1 854	2 467	2 477	2 477	2 477	2 477	2 477	
Stopa podatkowa (T)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
EBIT (1-T)	182.9	212.4	403.0	373.6	688.7	646.2	614.3	583.2	553.0	539.0	
Amortyzacja	166.4	229.0	276.6	297.2	286.6	274.9	272.2	265.9	260.0	254.5	
Inwestycje	-795.3	-830.4	-691.0	-555.9	-422.7	-289.3	-186.8	-185.3	-185.3	-184.0	
Zmiana kap.obrotowego	-16.1	-6.2	-27.3	4.7	-46.7	6.9	5.0	4.8	4.9	2.2	
FCF	(462.2)	(395.2)	(38.8)	119.6	505.9	638.8	704.8	668.5	632.7	611.7	4 635
Zmiana FCF		-14%	-90%	-	323%	26%	10%	-5%	-5%	-3%	-3%
Dług/Kapitał	11.6%	17.5%	15.2%	13.6%	10.7%	8.4%	6.3%	4.5%	4.2%	4.0%	3.8%
Stopa wolna od ryzyka	4.2%	4.7%	5.0%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	5.9%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	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
Koszt długu	4.2%	4.6%	4.8%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	4.8%
Koszt kapitału	9.2%	9.7%	10.0%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%	10.7%	10.9%	10.0%
WACC	8.6%	8.8%	9.2%	9.6%	9.9%	10.1%	10.3%	10.5%	10.5%	10.6%	9.8%
PV (FCF)	(445.0)	(349.4)	(31.2)	87.1	332.5	378.2	374.7	318.5	271.5	235.0	1 780
Wartość DCF (mln PLN)	2 952	w tym wartość rezydualna				1 780					
(Dług) Gotówka netto	432										
Wycena DCF (mln PLN)	3 384										
Liczba akcji (mln)	34.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	99.5										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Metodą DCF wyceniamy jedną akcję LW Bogdanka na 99.5 PLN. Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

Wrażliwość wyceny LW Bogdanka na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu						
stopa R_f rezydualna	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%
4.0%	94.7	98.9	103.9	109.8	116.9	125.6	136.5
4.5%	93.0	97.0	101.6	107.0	113.5	121.4	131.1
5.0%	91.5	95.2	99.5	104.5	110.5	117.6	126.4
5.5%	90.0	93.5	97.5	102.2	107.7	114.2	122.2
6.0%	88.7	92.0	95.7	100.1	105.1	111.1	118.4

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena metodą porównawczą

Wyceny metodą porównawczą przeprowadziliśmy względem przedsiębiorstw z branży górnictwa węgla kamiennego. Do określenia wartości analizowanej Grupy posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
ALLIANCE RESOURCE P.	ARLP	USA	4.7	4.5	4.0	6.6	6.3	5.7	7.9	7.6	6.5
ALPHA NATURAL RES.	ANR	USA	4.4	3.0	1.8	7.7	4.2	2.1	10.9	7.2	5.3
ARCH COAL INC	ACI	USA	6.7	4.5	3.3	13.8	7.5	4.6	18.6	8.6	5.9
BAYAN RESOURCES	BYAN	Indonezja	12.3	5.1	5.1	13.0	4.9	5.0	34.1	11.9	10.2
BELON	BELO	Rosja	14.1	5.0	3.2	368.4	5.4	4.2	-74.9	7.2	4.4
CENTENNIAL COAL	CEY	Australia	13.3	6.7	5.8	28.9	9.8	7.9	35.8	13.5	10.6
CHINA COAL ENERGY	1898	Chiny	7.5	6.0	4.8	8.8	7.0	5.7	14.0	11.8	10.2
COAL MINE CHERVON.	SHCHZ	Ukraina	4.6	4.1	-	4.3	3.8	-	9.9	8.4	-
COCKATOO COAL LTD	COK	Australia	63.0	15.3	21.6	112.5	16.7	25.0	147.2	19.2	-204.0
HIDILI INDUSTRY INTL DVL	1393	Chiny	10.8	7.5	5.8	12.3	8.4	6.8	12.9	8.8	7.3
INTERNATIONAL COAL	ICO	USA	5.1	3.6	2.1	9.7	5.2	1.7	15.7	6.7	2.7
JAMES RIVER COAL CO	JRCC	USA	3.7	3.4	3.3	6.0	4.5	4.0	6.2	6.3	7.0
MACARTHUR COAL LTD	MCC	Australia	14.0	6.6	5.6	16.2	7.0	5.8	26.6	10.5	8.8
Mediana			7.5	5.0	4.4	12.3	6.3	5.3	14.0	8.6	6.7
		Dług netto	31.3	434.7	441.6	31.3	434.7	441.6			
Wyniki spółki LW Bogdanka (mln PLN)			395.1	494.4	780.3	228.6	265.4	503.7	182.1	204.2	384.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			2923	2030	2999	2777	1249	2251	2546	1759	2591
		Wagi		40%			30%			30%	
Wycena											2 378
Wycena na 1 akcję											69.9

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Na podstawie porównania LW Bogdanka do spółek o podobnym profilu działalności wyceniamy 1 akcję spółki na 69.9 PLN.

Rynek węgla kamiennego w Polsce

Struktura geograficzna wydobywania

Górnictwo węgla kamiennego w Polsce ma bogatą historię. Początkowy rozwój przemysłu węglowego na terenie Górnośląskiego i Dolnośląskiego Zagłębia Węglowego przypadł na XIX wiek, kiedy tereny te były terytorium Pruskim. W czasach PRL, państwo rozwijało intensywnie górnictwo, dzięki czemu Polska została liczącym się na świecie producentem i eksporterem węgla kamiennego. Rozpoczęto również eksploatację złóż z Lubelskiego Zagłębia Węglowego. Od roku 1990 branża przechodzi restrukturyzację. Zamykane są kopalnie o trwałym braku rentowności lub znacznej uciążliwości dla środowiska przyrodniczego.

Węgiel kamienny wydobywa się obecnie w Polsce w 32 kopalniach, z czego tylko jedna, Bogdanka, jest zlokalizowana poza Górnośląskim Zagłębiem Węglowym. Połowa wszystkich zakładów zgrupowana jest w Kompanii Węglowej SA. Jastrzębska Spółka Węglowa oraz Katowicka Grupa Kapitałowa kontrolują po sześć kopalń, a należący do Tauronu Południowy Koncern Węglowy dwie. Pozostałe dwie kopalnie należą do jedyńskich prywatnych przedsiębiorstw w branży - Bogdanki oraz Siltech Sp. z o.o.

Największe kopalnie węgla kamiennego w Polsce

	wydobywanie w tys. ton (2005 rok)
Lubelski Węgiel "Bogdanka"	5373.4
KWK Piast	5370.0
PKW SA	5282.3
KWK Sośnica-Makoszowy	5277.6
KWK Ziemowit	4449.8

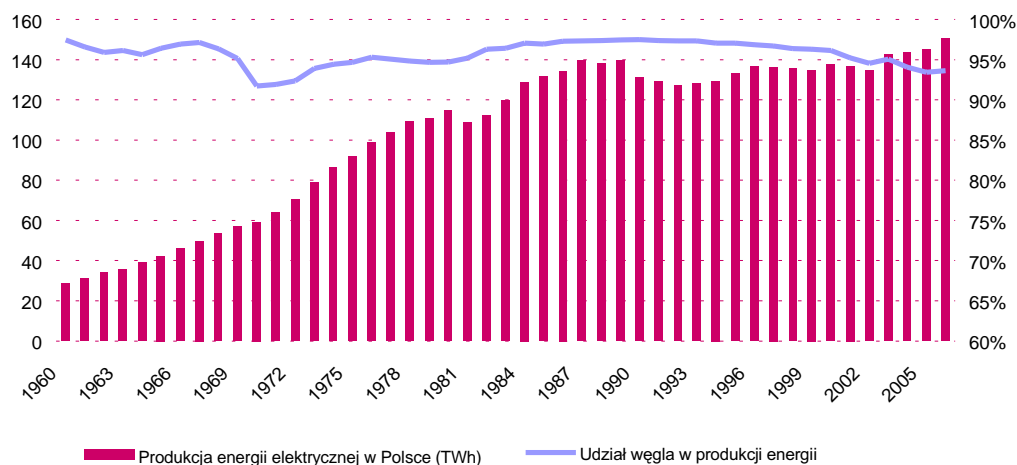
Źródło: Strategia działalności górnictwa węgla kamiennego w Polsce w latach 2007-2015

Węgiel podstawowym paliwem polskiej energetyki

W Polsce wydobywa się głównie węgiel energetyczny (88% wydobywania w 2009 roku), który jest podstawowym surowcem dla elektrowni w Polsce. Blisko 92% produkcji energii elektrycznej jest oparte na spalaniu węgla, z czego ponad 60% przypada na węgiel kamienny. Na koniec 2009 roku łączna moc zainstalowana w elektrowniach zawodowych opalanych węglem kamiennym wynosiła 20.912 MW.

Spalanie węgla wiąże się z dużą emisją dwutlenku węgla i innych gazów i pyłów. Polityka środowiskowa UE, podparta postanowieniami protokołu z Kioto, prowadzi do drastycznego ograniczenia emisji gazów cieplarnianych. W efekcie istnieje ryzyko, że w ciągu najbliższych dziesięciu lat moc elektrowni węglowych, a zarazem tonaż spalane go węgla ulegnie zmniejszeniu. Analiza decyzji inwestycyjnych polskich koncernów energetycznych, w zakresie budowy nowych bloków, pokazuje, że ryzyko takiego scenariusza jest niewielkie. Stare bloki opalane węglem będą zastępowane w przeważającej mierze również blokami węglowymi, a ograniczenie emisji będzie realizowane poprzez zastosowanie instalacji o większej sprawności oraz zastosowanie nowatorskich systemów wychwytywania CO₂ (CCS).

Produkcja energii elektrycznej w Polsce 1960-2006

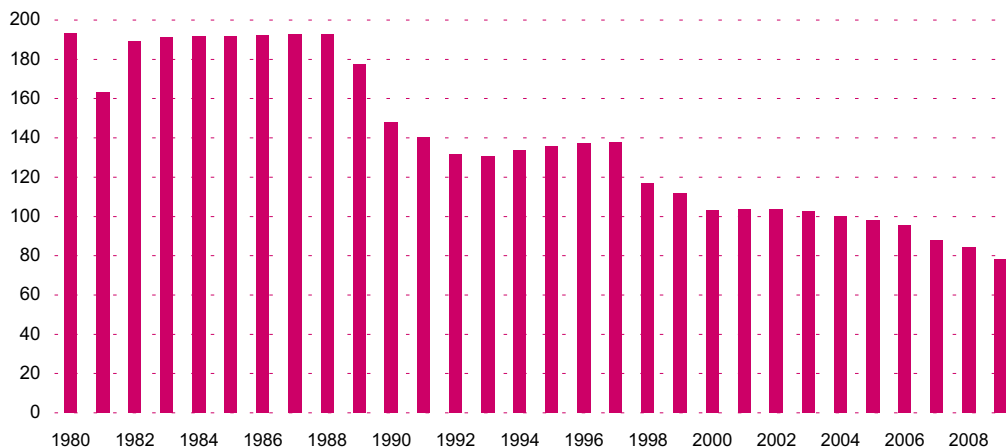


Źródło: Bloomberg

Systematyczny spadek wydobywania

W 2009 roku wydobyto w Polsce 77.9 mln ton węgla kamiennego, o 7.6% mniej niż 2008r. Polska jest największym producentem węgla w Unii Europejskiej z udziałem wynoszącym 58%. Uwzględniając światowy rynek węgla udział produkcji Polski jest mniej istotny i wynosi zaledwie 1.3%.

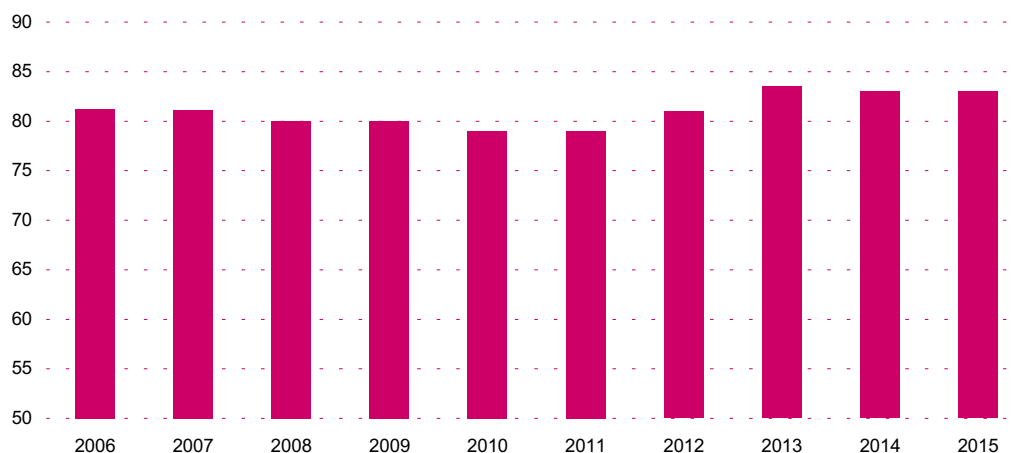
Produkcja węgla kamiennego w Polsce od 1980 roku (mln ton)



Źródło: Bloomberg

Jeszcze pod koniec lat 80-tych Polska produkowała blisko 200 mln ton węgla rocznie. Od 1989 roku utrzymuje się spadek produkcji, który jest spowodowany zaniedbaniami inwestycyjnymi oraz działaniami restrukturyzacyjnymi rządu, mającymi na celu zamykanie najmniej rentownych kopalń. Nie bez znaczenia jest również wyczerpywanie się zasobów w pokładach, których eksploatacja była najłatwiejsza. Według szacunków Ministerstwa Gospodarki, w celu utrzymania produkcji wystarczającej do zaspokojenia rosnących potrzeb energetyki, cała branża będzie musiała ponieść nakłady inwestycyjne w wysokości 19 mld PLN do 2015r.

Prognoza zapotrzebowania na węgiel kamienny w Polsce do 2015r. (mln ton)



Źródło: Strategia działalności górnictwa węgla kamiennego w Polsce w latach 2007-2015

Z istotnego eksportera w importera netto

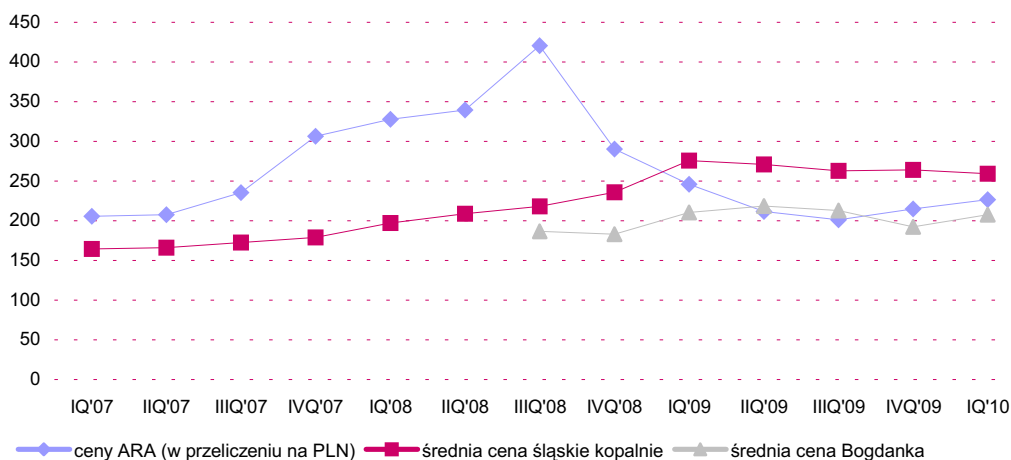
2008 rok był przełomowy w historii górnictwa węgla kamiennego, ponieważ wtedy po raz pierwszy Polska stała się importerem netto. Import węgla, który w poprzednich latach był stabilny, skokowo wzrósł w tym roku blisko dwukrotnie do poziomu 10.1 mln ton. Przyczyną takiego obrotu sytuacji była niemożność zaspokojenia potrzeb elektrowni przez krajowe kopalnie oraz konkurencja taniego węgla z Rosji. W kolejnym roku import utrzymał się na podobnie wysokim poziomie. Według wstępnych szacunków dostawy węgla z wschodu miały w 2010 roku wzrosnąć o kolejne kilkanaście procent. Na szczęście dla branży, ze względu na duży popyt wewnętrzny oraz ze strony Chin, tegoroczny eksport z Rosji do Polski najprawdopodobniej zmniejszy się. W pierwszym kwartale import węgla wyniósł 2.6 mln ton, wobec 2.8 mln ton eksportu.

Strategia działalności górnictwa węgla kamiennego

W lipcu 2007 roku rząd przyjął "Strategię działalności górnictwa węgla kamiennego w Polsce w latach 2007-2015". Jest to dokument wytyczający kolejne kroki, które państwo będzie podejmować w stosunku do sektora górnictwa węgla kamiennego, w kontekście zabezpieczenia produkcji na potrzeby polskiej energetyki, utrzymania konkurencyjności na rynkach międzynarodowych oraz wykorzystania nowoczesnych technologii w procesie produkcyjnym. Z punktu widzenia rynku najistotniejszym punktem strategii jest decyzja o prywatyzacji górnictwa. Bogdanka, jako pierwsza kopalnia, została wprowadzona na giełdę w czerwcu 2009 roku, a następnie MSP zdecydowało o sprzedaży pakietu kontrolnego instytucjom finansowym. MSP planuje wprowadzenie na giełdę również pozostałych koncernów górniczych. Na 2011r. przygotowany jest debiut Katowickiego Holdingu Węglowego. Postępuje również proces tworzenia w ramach JSW S.A. grupy węglowo-koksowej, która według wstępnych informacji mogłaby zadebiutować w 2012r. Najpóźniej proces prywatyzacyjny rozpocznie się w Kompanii Węglowej, na której ciąży duże zadłużenie oraz kilka nierentownych zakładów.

Ceny węgla kamiennego na rynkach międzynarodowych

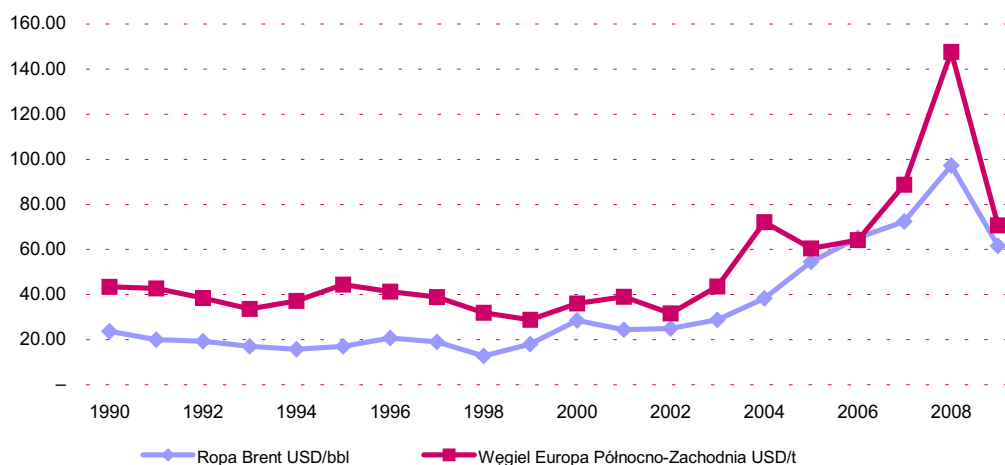
Ceny węgla w portach ARA w porównaniu do cen krajowych (PLN)



Źródło: LW Bogdanka, Informacja o funkcjonowaniu węgla kamiennego w Polsce, Bloomberg

Ceny węgla na rynkach międzynarodowych zależą od trzech czynników: produkcji, popytu oraz stawek frachtowych. Ponad 90% handlu węglem realizowane jest drogą morską stąd wpływ frachtu na cenę węgla jest bardzo istotny. Od początku 2007 roku do trzeciego kwartału 2008 ceny węgla w portach ARA wzrosły ponad trzykrotnie do poziomu przekraczającego 200 USD za tonę. W przeliczeniu na PLN dynamika była mniejsza w związku z osłabieniem dolara. Wzrost ten był wynikiem rosnącego popytu na węgiel, zwłaszcza w krajach azjatyckich, oraz podwyżek stawek frachtowych. Od stycznia 2007 do czerwca 2008 koszt frachtu jednej tony z Australii do portów ARA wzrósł z 31 USD/t do 68 USD/t. Wzrost stawek na pozostałych trasach przewozu węgla był zbliżony. W trzecim kwartale 2008 trend uległ nagłemu odwróceniu i ceny węgla zaczęły szybko spadać. Minima zostały osiągnięte w marcu 2009r., kiedy cena spadła poniżej 60 USD/t. Przyczyną spadku cen był międzynarodowy kryzys finansowy, który wpłynął na osłabienie koniunktury gospodarczej. Ceny w PLN uległy znacznie mniejszemu spadkowi, w związku z osłabieniem PLN na rynku walutowym. Od momentu osiągnięcia dołka kurs węgla znajduje się w trendzie wzrostowym. Obecnie tona węgla kamiennego w portach ARA kosztuje ponad 90 USD, przy stawkach frachtowych na historycznie niskich poziomach. Zachowanie cen węgla jest ściśle powiązane z cenami surowców alternatywnych, a zwłaszcza ropy naftowej. Zależność ta jest widoczna na poniższym wykresie.

Kształtowanie się cen ropy i cen węgla w latach 1990-2009



Źródło: BP Statistical review of world energy

LW Bogdanka

Charakterystyka

Grupa LW Bogdanka jest czołowym producentem węgla kamiennego w Polsce. Spółka jest jedyną kopalnią umiejscowioną na terenie Lubelskiego Zagłębia Węglowego. Bogdanka posiada koncesję na wydobywanie węgla z obszaru górniczego Puchaczów V, znajdującego się 40 km na wschód od Lublina. Grupa produkuje węgiel energetyczny, który charakteryzuje się niską kalorycznością oraz wysoką zawartością siarki. Do pozostałej działalności należy produkcja cegły klinkierowej z materiałów odpadowych. Do grupy należy również 88.7% akcji w spółce Łęczyńska Energetyka sp. z o.o., która zajmuje się produkcją energii ciepłej.

Historia

Budowę kopalni węgla kamiennego Bogdanka rozpoczęto na podstawie decyzji Rady Ministrów podjętej w 1975 roku. Spółka miała być pierwszą z siedmiu planowanych kopalń na terenie Lubelskiego Zagłębia Węglowego. W tym samym roku zostało utworzone przedsiębiorstwo państwowe Kopalnie Lubelskie Zagłębia Węglowego w Budowie, które zostały w 1985 roku przekształcone w Lubelsko-Chełmskie Gwarectwo Węglowe w Budowie. Budowa kopalni na terenie nowego zagłębia napotykała wiele trudności związanych z głębokością zalegania pokładów. Ostatecznie Bogdanka została jedyną kopalnią otwartą w regionie. W 1988 roku Rada Ministrów podjęła decyzje o wstrzymaniu budowy drugiej kopalni zlokalizowanej w Stefanowie oraz o zatopieniu jej szybów. W 1989r. KWK Bogdanka weszła w skład Przedsiębiorstwa Eksploatacji Węgla "Wschód" w Sosnowcu. Rok później spółka została wyłączona z grupy i od tej pory funkcjonuje jako odrębny podmiot. Firma LW Bogdanka SA powstała w marcu 1993r., jako jednoosobowa spółka skarbu państwa. Grupa kapitałowa została utworzona pod koniec 1998r., a od marca 2001 firma działa pod swoją obecną nazwą.

Zasoby węgla

Bogdanka posiada koncesje na wydobywanie węgla z obszaru górniczego Puchaczów V o łącznej powierzchni 73.3 km², który znajduje się na terenie gmin Cyców, Ludwin i Puchaczów. Zasoby węgla na tym obszarze dzielą się na trzy pola: Pole Bogdanka, Pole Nadrybie i Pole Stefanów, z czego tylko dwa pierwsze są obecnie eksploatowane. Wydobycie z Pola Stefanów rozpocznie się w najbliższych latach, w konsekwencji realizacji programu inwestycyjnego spółki. Poziom wydobywczy znajduje się obecnie na głębokości 950 m i udostępni dwa pokłady 382 oraz 385/2. Do wydobycia węgla z Pola Stefanów spółka otworzy drugi poziom na głębokości 990m, który będzie udostępnił pokłady 389 i 391.

W górnictwie wyróżnia się cztery rodzaje zasobów:

- geologiczne - łączne pokłady na danym obszarze
- bilansowe - zasoby, których cechy naturalne oraz warunki występowania umożliwiają podejmowanie ich eksploatacji
- przemysłowe - część pokładów bilansowych, których wydobycie jest ekonomicznie uzasadnione
- operatywne - złoża przemysłowe po uwzględnieniu strat przewidzianych w procesie eksploatacji

Na terenie czterech pól, które Bogdanka obecnie eksploatuje, lub zamierza eksploatować w niedalekiej przyszłości, zasoby bilansowe wynoszą (dane na koniec 2009 roku) 456.4 mln ton, przemysłowe 330.9 mln ton, a operatywne 251.3 mln ton. Uwzględniając planowane wydobycie zasoby wystarczą na kolejne 24 lata

funkcjonowania kopalni. Na 2034 rok planowane jest postawienie kopalni w stan likwidacji, lecz data ta może zostać zmieniona, ponieważ spółka zamierza wystąpić o koncesję na wydobycie węgla z kolejnych pól w regionie o zasobach operatywnych szacowanych na 200-250 mln ton.

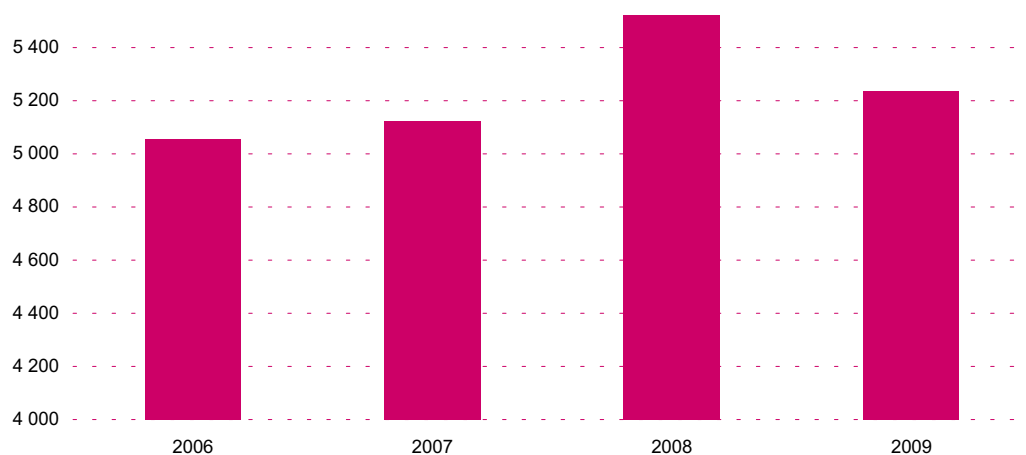
Bogdanka wydobywa węgiel energetyczny. Kaloryczność produkowanego węgla mieści się w przedziale 20-27 GJ/t, przy czym średnia wartość opałowa wynosi 21.5 GJ/t. Zasiarczenie węgla Bogdanki wynosi średnio 1.2%. Relatywnie do śląskich kopalń oraz importu, lubelski węgiel ma mniejszą wartość opałową oraz większą zawartość siarki, przez co jego cena rynkowa jest mniejsza. Niemniej, powyższe parametry spełniają wymogi elektrowni zawodowych, które są głównymi klientami kopalni.

Nie najlepsze parametry węgla są rekompensowane przez położenie i strukturę złóż. Budowa geologiczna jest regularna bez większych zaburzeń i uskoków, a pokłady zalegają prawie poziomo (nachylenie wynosi około 2 stopni). Zasoby operatywne mają miąższość w zakresie 1.2-3.7m. Warunki te pozwalają na wysokowydajne wydobycie bez długich przestojów. Teren ponad obszarem górniczym jest terenem wiejskim, dzięki czemu spółka nie ponosi wysokich kosztów rekultywacyjnych. Bardzo istotną kwestią jest relatywnie większe bezpieczeństwo wydobycia. W kopalni Bogdanka nie ma zagrożenia tąpnięć, wyrzutów gazów i skał, a zagrożenie wybuchu metanu jest niskie. Brak tych ryzyk pozwala zmniejszyć wydatki na profilaktykę oraz uniknąć długich okresów przestojów w przypadku zajścia niebezpiecznego zdarzenia. Korzystna struktura i charakterystyka złoża jest kluczowym czynnikiem, dzięki któremu Bogdanka stała się kosztowym liderem wśród producentów węgla w Polsce.

Produkcja

W ciągu ostatnich lat wydobycie Bogdanki utrzymywało się na poziomie przekraczającym 5 mln ton rocznie. W wyniku inwestycji w Pole Stefanów od 2014 roku potencjał produkcyjny zwiększył się z obecnego poziomu 5.4 mln ton do 11.1 mln ton. Proces produkcji nie ogranicza się do wydobycia urobku z kopalni, ale zawiera jeszcze etap przeróbki węgla na powierzchni. Obecne zdolności produkcyjne Zakładu Mechanicznej Przeróbki Węgla wynoszą 1200 t/h i w ciągu najbliższych dwóch lat zostaną zwiększone do 2400 t/h.

Produkcja węgla w LW Bogdanka w latach 2006-2009 (tys. ton)



Źródło: LW Bogdanka

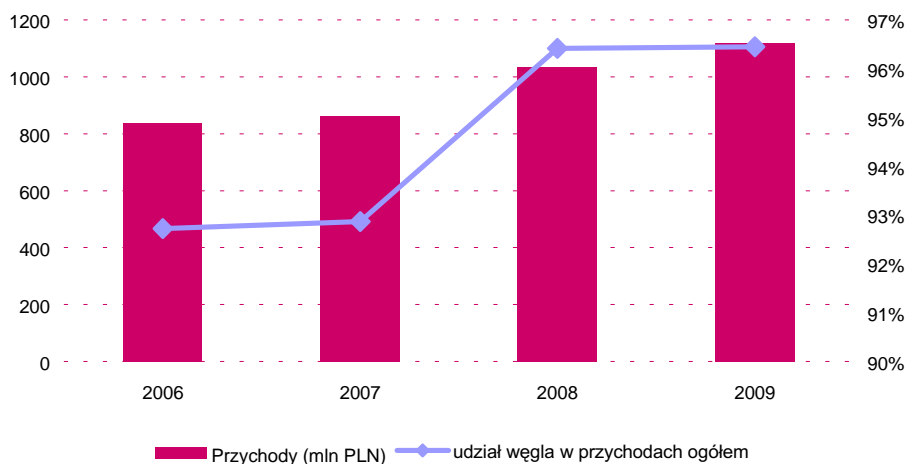
Urobek jest wydobywany obecnie z dwóch pokładów. Docelowo będą eksploatowane cztery. Na jesień 2011 roku planowane jest uruchomienie pierwszej, a na początek 2014 roku drugiej ściany w Polu Stefanów. Dotychczas kopalnia uzyskiwała urobek techniką kombajnową, którą można stosować w pokładach o miąższości powyżej 1.6m. Ponieważ złoża w Polu Stefanów są cieńsze, w połowie 2008 roku spółka podjęła decyzję o wprowadzeniu strugowej techniki urabiania węgla, która umożliwia wydobycie z pokładów grubości 1.2m-1.6m. W marcu 2009 podpisano umowę nabycia kompleksu strugowego za kwotę 40 mln EUR. Na początku bieżącego roku rozpoczęły się próby eksploatacji nową techniką. Dotychczasowe efekty przekroczyły oczekiwania zarządu pod względem wydajności oraz zawartości węgla w urobku. Technika kombajnowa pozwala na osiągnięcie uzysku węgla na poziomie 70% urobku brutto, podczas gdy technika strugowa zwiększa ten wskaźnik do 75%. W związku z dobrymi wynikami nowego kompleksu, zarząd nie wyklucza zakupu kolejnych instalacji tego typu.

W ramach pozostałej działalności spółka produkuje cegłę klinkierową w zakładzie ceramiki budowlanej EkoKLINKIER. Roczne moce produkcyjne wytwórni wynoszą obecnie 19.2 mln cegieł rocznie. W ostatnich latach zakład nie wykorzystywał swojego potencjału z powodu zniszczeń spowodowanych przez pożar, który wybuchł we wrześniu 2007r. Odbudowa fabryki została ukończona dopiero w ubiegłym roku.

Sprzedaż i dystrybucja

Przychody Bogdanki w ubiegłym roku zamknęły się kwotą 1.118 mln PLN. Dynamika wzrostu przychodów w spółce w latach 2006-2009 wyniosła średniorocznie 10%. Wzrost jest przede wszystkim zasługą podwyżek cen węgla. CAGR wzrostu wolumenu sprzedaży węgla wyniósł w tym okresie zaledwie 0.8%. W strukturze sprzedaży dominuje węgiel kamienny z ponad 96% udziałem. Pozostałe przychody uzyskiwane są z działalności spółek Łęczyńska Energetyka i EkoKLINKIER oraz ze sprzedaży towarów i materiałów. W kolejnych latach udział węgla ulegnie dalszemu zwiększeniu w związku ze wzrostem wydobycia.

Przychody LW Bogdanka i udział sprzedaży węgla w przychodach (mln PLN)



Źródło: LW Bogdanka

Około 85% sprzedaży jest realizowane na podstawie długoterminowych umów ze stałymi odbiorcami, wśród których najistotniejszą rolę odgrywają: Elektrownia Kozienice, GDF Suez Energia SA (dawna Elektrownia Połaniec), Elektrownia Ostrołęka oraz Zakłady Azotowe Puławy. Ceny sprzedaży w umowach długoterminowych są ustalane raz na rok, w czwartym kwartale. Na wypadek istotnych zmian wartości węgla na rynkach międzynarodowych, umowy zawierają klauzulę kwartalnej indeksacji cen. Istnieje również

opcja renegotjacji cen w trakcie roku, z której korzystano w latach 2008-2009, kiedy na rynku panowała duża zmienność notowań węgla. Pozostałe 15% sprzedaży jest kierowane do mniejszych odbiorców na podstawie aktualizowanych na bieżąco cenników. W branży górnictwa węgla kamiennego nie występuje zjawisko sezonowości produkcji, choć wyniki sprzedaży są zazwyczaj poniżej średniej w II kwartale, kiedy popyt ze strony energetyki jest mniejszy, w związku z pracami konserwacyjnymi oraz remontami, oraz powyżej średniej w III kwartale, kiedy elektrociepłownie robią zapasy na sezon zimowy.

Koszty

Struktura kosztów wg rodzaju w 2009 roku*



Źródło: LW Bogdanka * bez uwzględnienia zmiany zapasów oraz produkcji na użytek własny

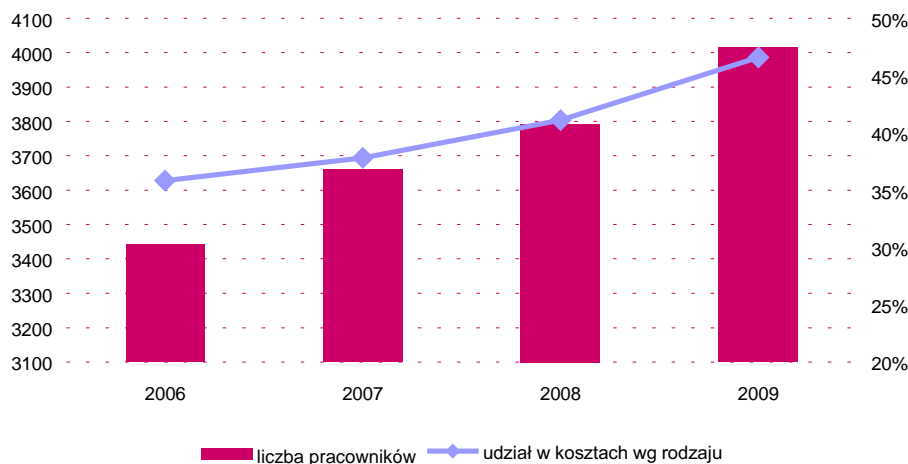
Koszty pracownicze

Podstawowym kosztem działalności grupy w strukturze kosztów według rodzaju są świadczenia na rzecz pracowników. Udział wydatków z tego tytułu w strukturze kosztów wyniósł w 2009r. 47%. W ostatnich latach nastąpił wzrost świadczeń pracowniczych, na skutek zwiększeniem zatrudnienia, który był konieczny w związku z rozpoczęciem eksploatacji Pola Stefanów.

Liczba pracowników potrzebna do obsługi obecnej infrastruktury w kopalni wynosi 3.3 tys. W związku z realizacją programu zwiększenia produkcji, spółka musi docelowo zwiększyć zatrudnienie o 1 tys. osób. Okres wyuczenia górnika do zawodu trwa około dwóch lata, więc obecna załoga odzwierciedla rozpoczęcie wydobywania z nowej ściany pod koniec 2011 roku. W 2012r. spółka zakończy proces rekrutacji pracowników do ściany, która zostanie uruchomiona w 2014r. Wraz ze wzrostem produkcji do 11.1 mln ton rocznie, udział świadczeń pracowniczych w kosztach ogółem spadnie do poziomu około 35-36%.

W strukturach grupy funkcjonuje łącznie pięć związków zawodowych, do których należy blisko dwie trzecie wszystkich pracowników. Stosunki pomiędzy związkami, a zarządem są poprawne. W ciągu ostatnich lat związki wchodziły w spór zbiorowy dwukrotnie, jednak w obu przypadkach protesty dotyczyły decyzji podejmowanych na szczeblu rządowym. W 2007 roku związki przeprowadziły jednodniowy strajk przeciwko planom połączenia kopalni z Elektrownią Kozienice. W listopadzie 2008 roku pracownicy zakładu przeróbki węgla protestowali przeciwko pozbawieniu ich przywilejów emerytalnych.

Liczba pracowników i udział kosztów pracowniczych w kosztach wg rodzaju



Źródło: LW Bogdanka

Materiały i energia

Koszty materiałów i energii stanowiły w 2009 roku 37% wszystkich kosztów, podczas gdy rok wcześniej udział wyniósł 24%. Ten dynamiczny wzrost jest konsekwencją prac prowadzonych na Polu Stefanów, w związku z uruchomieniem nowego poziomu wydobywczego. Około 25% wydatków z tej grupy, to koszty energii. Wśród materiałów najistotniejsze są koszty stali wykorzystywanej do budowy chodników. Głównym dostawcą zabudowy chodnikowej jest Huta Łabędy w Gliwicach. Od marca 2010r. huta należy do, konkurencyjnej wobec Bogdanki, Kompanii Węglowej, co stanowi czynnik ryzyka w kontekście przyszłej współpracy obu spółek.

Usługi obce

Na usługi obce przypada około 24% wszystkich kosztów rodzajowych. Do głównych składników tej pozycji należą usługi: transportowe, remontowe i wiertniczo-górniczne, czyli związane z przygotowaniem wyrobisk. W 2009 roku wzrost kosztów usług obcych był związany z budową nowych chodników w Polu Stefanów. Szacujemy, że w kolejnych latach poziom wydatków na usługi obce będzie utrzymywał się w przedziale 22%-25% kosztów rodzajowych.

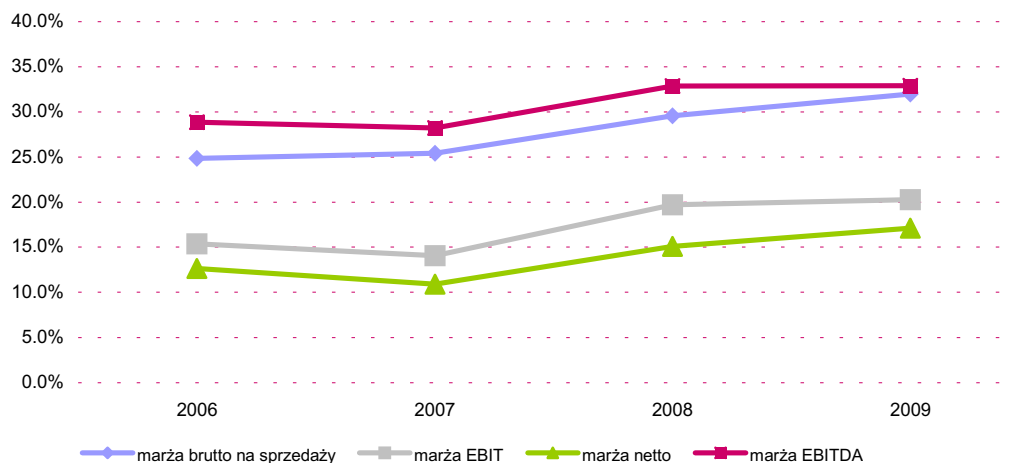
Podatki i opłaty

Przedsiębiorstwa wydobywające kopalinę ze złoża mają obowiązek, na podstawie prawa geologicznego i górniczego, zapłacić opłatę eksploatacyjną zależną od wielkości wydobycia. W przypadku węgla kamiennego opłata eksploatacyjna wynosiła zarówno w bieżącym jak i ubiegłym roku 2.02 PLN za tonę. Według projektu uchwały ministerstwa środowiska w 2011r. opłata wzrośnie do 2.11 PLN/tona.

Wyniki spółki

W minionym roku LW Bogdanka zarobiła na czysto 191.5 mln PLN. Średnioroczny wzrost zysku netto w okresie 2006-2009 wyniósł 22% i był znacznie większy od wzrostu przychodów, dzięki czemu marża netto wzrosła z 12.6% do 17.1%. Poprawa rentowności była widoczna w tym okresie na wszystkich poziomach operacyjnych. Marża EBITDA wzrosła o 14.1% do 32.9%, marża operacyjna o 31.8% do 20.3%, a marża brutto na sprzedaży o 28.6% do 32%.

Marże spółki w latach 2006-2009



Źródło: LW Bogdanka

Rentowność LW Bogdanka wykazuje sezonowość, w związku z księgowaniem szeregu świadczeń pracowniczych w IV kwartale. W ostatnim kwartale 2009 roku marża netto spółki wyniosła 6.4% wobec 17.1% w całym roku.

Przewaga konkurencyjna wobec śląskich kopalni

Wyniki operacyjne LW Bogdanki wskazują na szereg przewag konkurencyjnych wobec kopalń śląskich. Wydajność wydobycia węgla w Bogdance jest, w przeliczeniu na pracownika, ponad dwukrotnie większa niż na Śląsku. Przy uwzględnieniu wyłącznie pracowników dołowych, różnica rośnie jeszcze bardziej. Większa wydajność jest po części związana z lepszą organizacją pracy i nowocześniejszym parkiem maszynowym, jednak podstawowym źródłem przewagi są bardzo dobre warunki geologiczne oraz korzystne położenie geograficzne. Dzięki łatwemu dostępowi do pokładów, spółka może wydobywać węgiel z minimalną liczbą przestojów. Tereny, na których leży kopalnia, są słabo zurbanizowane, w związku z czym spółka ponosi małe wydatki na szkody górnicze. Bardzo ważne jest również większe bezpieczeństwo wydobycia: brak zagrożeń tąpnięciami, wyrzutami gwałów i skał oraz niskie zagrożenie wybuchem metanu. Dodatkowym plusem dla spółki jest brak innych kopalni w regionie, dzięki czemu atrakcyjność węgla z Bogdanki jest większa dla klientów z rejonu środkowo-wschodniej Polski.

Wydajność ogólna i dołowa Bogdanki na tle kopalni śląskich

rok	Lubelski Węgiel "Bogdanka"		Branża	
	wydajność ogólna (kg/pdn)	wydajność dołowa (kg/pdn)	wydajność ogólna (kg/pdn)	wydajność dołowa (kg/pdn)
2006	7 440	17 155	3 945	8 071
2007	7 060	16 028	3 765	7 911
2008	8 112	18 415	3 593	7 338
2009	7 585	18 685	3 150	6 306

Źródło: LW Bogdanka, Informacja o funkcjonowaniu węgla kamiennego w Polsce

Strategia i inwestycje

Podstawowym składnikiem strategii LW Bogdanki jest rozpoczęcie wydobycia z Pola Stefanów i zwiększenie produkcji węgla do 11.1 mln ton w 2014r. Na realizację tego celu składa się szereg elementów, w tym:

- Uruchomienie szybu wydobywczo-wentylacyjnego 2.1
- Rozbudowa Zakładu Przeróbki Mechanicznej Węgla do zdolności przerobowych 2.400 t/h
- Budowa obiektów budowlanych Pola Stefanów
- Klimatyzacja części podziemnej kopalni
- Rozbudowa układu torowego stacji Bogdanka

Do tej pory spółka miała największe problemy z rozpoczęciem rozbudowy ZPMW. Trudności wynikały z oprostowania przetargu na wykonawcę prac. Ostatecznie umowa została podpisana z kilkumiesięcznym opóźnieniem, przez co opóźni się uruchomienie pierwszej ściany w Polu Stefanów w 2011r. Termin uzyskania docelowych mocy produkcyjnych w 2014r. jest jednak niezagrażony. Łączne wydatki inwestycyjne Bogdanki w latach 2010-2015, wyniosą według szacunków spółki 3.7 mld PLN. Spółka będzie finansować wydatki inwestycyjne środkami własnymi oraz długiem.

Podwojenie wydobycia oznacza konieczność szukania nowych odbiorców węgla. Ukończenie projektu Bogdanki jest zsynchronizowane w czasie z ukończeniem szeregu inwestycji energetycznych w regionie, dzięki którym zapotrzebowanie na węgiel spółki powinno znacząco się zwiększyć. Elektrociepłownia Kozienice, największy odbiorca lubelskiego węgla, planuje zakończyć w 2015 roku budowę nowego bloku o mocy 1.000 MW. Bardzo prawdopodobna jest również decyzja o budowie drugiego bloku o takich samych parametrach. W 2014 roku planowane jest ukończenie bloku C o mocy 1.000MW w Elektrowni Ostrołęka, która jest obecnie na trzecim miejscu wśród klientów kopalni. Nowy blok będzie opalany węglem kamiennym i biomasą. Największą inwestycją energetyczną w regionie będzie budowa nowej elektrowni w oddalonym o zaledwie 40 km Lublinie. Elektrownia Lublin, wspólne przedsięwzięcie PGE oraz GDF Suez Energia Polska, będzie dysponować łącznie mocą 1.600-1.800MW. Termin uruchomienia inwestycji został zaplanowany na 2016-2018 rok. Nie uwzględniając nowych inwestycji, LW Bogdanka jest w stanie konkurować o rynki zbytu również na Śląsku, gdzie do tej pory dominowały miejscowe kopalnie. Na początku lipca spółka zawarła kontrakt z grupą EDF na dostawę węgla do Elektrowni Rybnik od 2011r. Nowa umowa może być początkiem intensywnej współpracy z jednym z największych koncernów energetycznych w Polsce i w Europie.

Inwestycje w nowe moce na terenie dystrybucyjnym Bogdanki

	moc obecna	nowe inwestycje
Elektrownia Kozienice	2.820MW	1000-2000MW
Elektrownia Ostrołęka	647MW	1000MW
Elektrownia Połaniec	1.800MW	-
Elektrownia Lublin	-	1.600-1.800MW
Razem	5.267MW	3600-4800MW

Źródło: Informacje prasowe, raporty spółek PGE, Enea

W ramach swojej strategii LW Bogdanka zamierza uzyskać samowystarczalność energetyczną poprzez inwestycje spółki zależnej Energetyka Łęczyńska. W latach 2011-2014 ciepłownia zostanie przekształcona w elektrociepłownię z kotłem fluidalnym umożliwiającym współspalanie biomasy i turbozespołem o mocy 77MWe. Łączne nakłady inwestycyjne związane z tym projektem wyniosą blisko 600 mln PLN. W związku z brakiem danych dotyczących realizacji projektu, w naszych prognozach nie uwzględniliśmy jego efektów, zakładając, że łączny efekt inwestycji na wartość LW Bogdanka będzie zerowy.

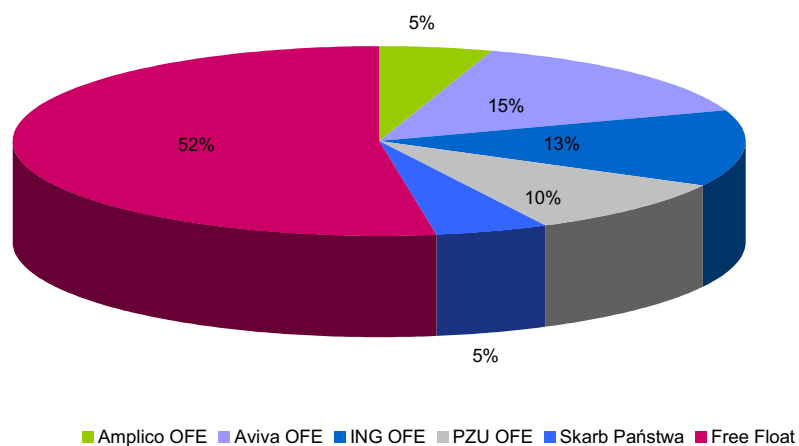
Dywidenda

W związku z dużymi potrzebami inwestycyjnymi spółki, zarząd nie zamierza w najbliższych latach wnioskować o wypłacanie dywidendy. Możliwe, że pierwsza dywidenda zostanie wypłacona dopiero w 2014 roku po uruchomieniu drugiej ściany w Polu Stefanów.

Akcjonariat

W obecnym akcjonariacie LW Bogdanka dominują otwarte fundusze emerytalne. Cztery OFE, posiadające największe udziały w spółce, kontrolują łącznie ponad 42% wszystkich akcji. Skarb państwa posiada niecałe 5% walorów. Około 9.5% akcji Bogdanki zostało przekazanych byłym i obecnym pracownikom na podstawie ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji. Pracownicy będą mogli sprzedać swoje udziały dopiero po upływie dwóch lat od daty sprzedaży pierwszych akcji przez resort skarbu, czyli pod koniec 2011r.

Akcjonariat LW Bogdanka



Źródło: LW Bogdanka

Analiza SWOT

Mocne strony

- Wiodący producent węgla kamiennego w Polsce
- Wysoka wydajność wydobycia, która przekłada się na najniższe koszty jednostkowe produkcji w Polsce
- Duże bezpieczeństwo wydobycia
- Nowoczesna technika wydobycia oraz wysokiej klasy park maszynowy
- Korzystne położenie w stosunku do głównych odbiorców
- Brak konkurencyjnych kopalń na terenie Lubelskiego Zagłębia Węglowego
- Poprawne relacje z związkami zawodowymi

Słabe strony

- Niska kaloryczność oraz duża zawartość siarki i pyłu w węglu
- Duża siła przetargowa czterech największych odbiorców
- Uzależnienie od branży energetycznej

Szanse

- Uruchomienie Pola Stefanów i podwojenie wydobycia węgla
- Budowa własnej elektrociepłowni w celu uzyskania samowystarczalności energetycznej
- Zwiększenie zapotrzebowania na węgiel ze strony pobliskich elektrowni
- Szansa uzyskania nowych odbiorców na terenach obsługiwanych do tej pory przez śląskie kopalnie
- Wzrost cen węgla na rynkach międzynarodowych, w związku z zwiększeniem importu do krajów azjatyckich

Zagrożenia

- Zmniejszenie roli węgla jako paliwa energetycznego, w związku z zaostrzeniem regulacji środowiskowych UE
- Wzrost dostaw taniego węgla z Rosji
- Wprowadzenia podatku akcyzowego na węgiel od 2012 roku
- Wzrost udziału współspalania biomasy w elektrowniach opalanych węglem kamiennym
- Budowa nadkrytycznych bloków, które zużywają węgiel o wyższej wartości opałowej niż węgiel wydobywany w bogdance
- Strajki i protesty związane z silną pozycją związków zawodowych
- Ryzyko wystąpienia niebezpiecznych zdarzeń związanych ze specyfiką górnictwa

Wyniki w I kwartale

W I kwartale spółka osiągnęła przychody w wysokości 294.1 mln PLN, o 9.9% więcej niż w IV kwartale 2009 i o 20.3% więcej niż w zeszłym roku. Wzrost przychodów w stosunku do zeszłego roku jest związany ze wzrostem wolumenu sprzedaży o 23.5% do 1.37 mln ton. Cena jednostkowa spadła w tym okresie o 1.3%. W porównaniu do ostatniego kwartału 2009, przychody wzrosły w związku z 2% wzrostem wolumenu oraz większą o 8% ceną jednostkową. W zakresie przychodów z pozostałej działalności spółka odnotowała mniejsze przychody w skali r/r, w związku ze spadkiem sprzedaży ceramiki budowlanej, oraz zbliżony wynik w stosunku do poprzedniego kwartału.

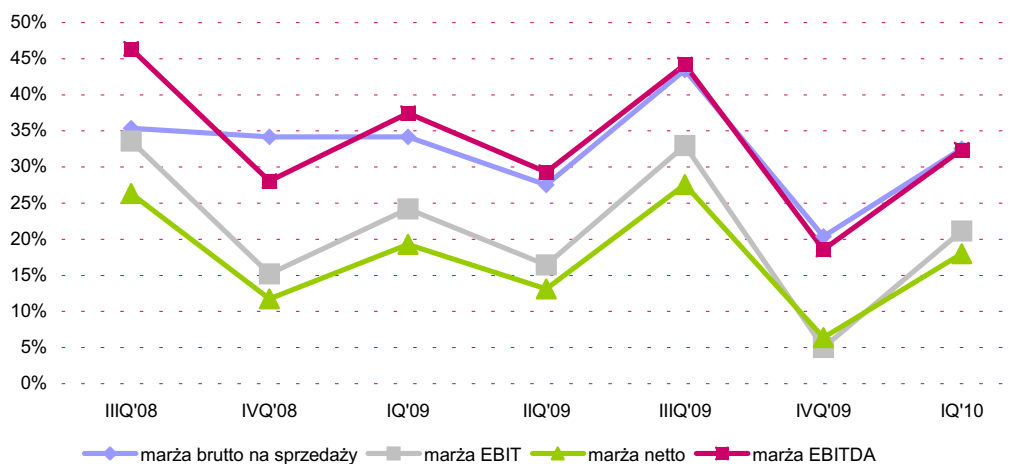
Przychody LW Bogdanka w kolejnych kwartałach



Źródło: LW Bogdanka

W pierwszych trzech miesiącach roku LW Bogdanka zarobiła 53.0 mln PLN netto, wobec 17.1 mln PLN w poprzednim kwartale oraz 47.2 mln PLN rok wcześniej. Wzrost zysków w stosunku kw/kw jest rezultatem księgowania szeregu świadczeń pracowniczych na koniec roku. W skali r/r marża netto spółki spadła z 19.3% do 18%. Pogorszenie rentowności jest związane z spadkiem ceny węgla. Na pozostałych poziomach operacyjnych spółka uzyskała również lepsze wyniki w stosunku do 2009 roku, lecz przy gorszych marżach.

Marże LW Bogdanka w kolejnych kwartałach



Źródło: LW Bogdanka

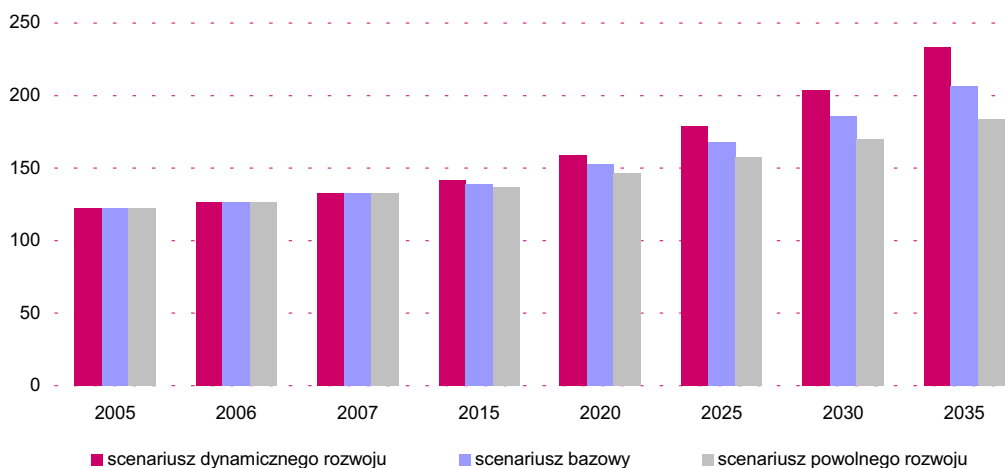
Prognoza wyników finansowych

Ceny węgla

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na wyniki spółki jest cena kamiennego węgla energetycznego na rynku krajowym, która jest wypadkową cen na rynkach międzynarodowych, kosztów frachtu i transportu oraz zapotrzebowania ze strony energetyki. Prognozy światowych cen węgla opierają się na założeniach dotyczących przyszłego zapotrzebowania na pierwotne nośniki energii i strukturze ich zużycia. Według prognoz US Energy Information Administration do 2035 roku światowe zapotrzebowanie na energię wzrośnie w granicach 36- 64% wobec stanu z 2007 roku, w zależności od scenariusza wolnego lub szybkiego rozwoju gospodarczego. W tym okresie największy wzrost będzie dotyczył krajów spoza OECD, głównie Brazylii, Chin, Indii i pozostałych krajów azjatyckich.

Struktura paliwowa nie ulegnie dużym zmianom. Według szacunków w 2035 roku udział węgla w produkcji energii utrzyma się na poziomie 28-29%. Średnioroczny wzrost zużycia węgla wyniesie 1.2-2% i podobnie jak w przypadku konsumpcji energii ogółem, będzie zasługą krajów spoza OECD.

Prognoza zużycia węgla do 2035 roku (kwadryliony BTU)

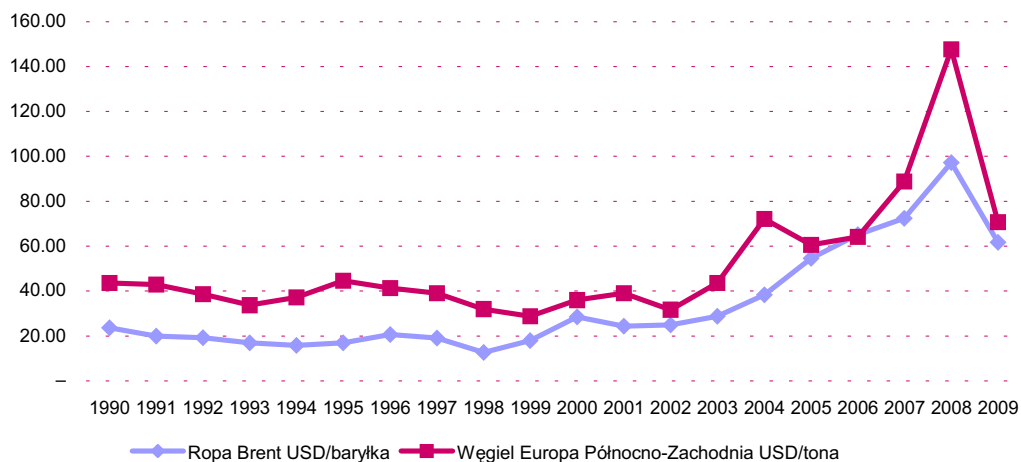


Źródło: International Energy Outlook 2010

Pomimo systematycznego wzrostu zapotrzebowania na węgiel, według prognoz jego ceny nie będą rosnąć w najbliższych latach. US Energy Information Administration zakłada w scenariuszu bazowym, że do 2035 roku ceny będą spadać średniorocznie o 0.3%. Według szacunków Banku Światowego, po wzroście o 32% do 95USD/t w 2010r. (prognozy dla węgla australijskiego), ceny będą spadać i w 2015r. osiągną poziom 75 USD/t, po czym wzrosną do 80 USD/t w 2020r. Średnioroczny spadek cen węgla w latach 2010-2020 wyniesie w tym scenariuszu 1.7%. Jako przyczynę spadku cen węgla, wskazuje się spadek jego atrakcyjności, w związku z wprowadzeniem ograniczeń w emisji gazów cieplarnianych w krajach rozwiniętych.

Wykonywanie długoterminowych prognoz dla cen węgla jest niezmiernie trudne w związku z dużą zmiennością cen paliw. Dodatkowym utrudnieniem jest wysoka korelacja pomiędzy cenami węgla i ropy naftowej. Notowania ropy mocno reagują na decyzje administracyjne krajów OPEC oraz sytuację geopolityczną na bliskim wschodzie. W rezultacie ceny paliw bardzo często podążają inną ścieżką od prognoz opartych na przesłankach ekonomicznych.

Kształtowanie się cen ropy i cen węgla w latach 1990-2009



Źródło: BP Statistical review of world energy

W naszych założeniach dotyczących cen węgla uzyskiwanych przez Bogdankę zakładamy stabilizację cen w 2010r, a następnie wzrost o 5% w 2011, będący opóźnioną reakcją na tegoroczne wzrosty na rynkach międzynarodowych. W kolejnych latach cena węgla w naszym modelu nie zmienia się.

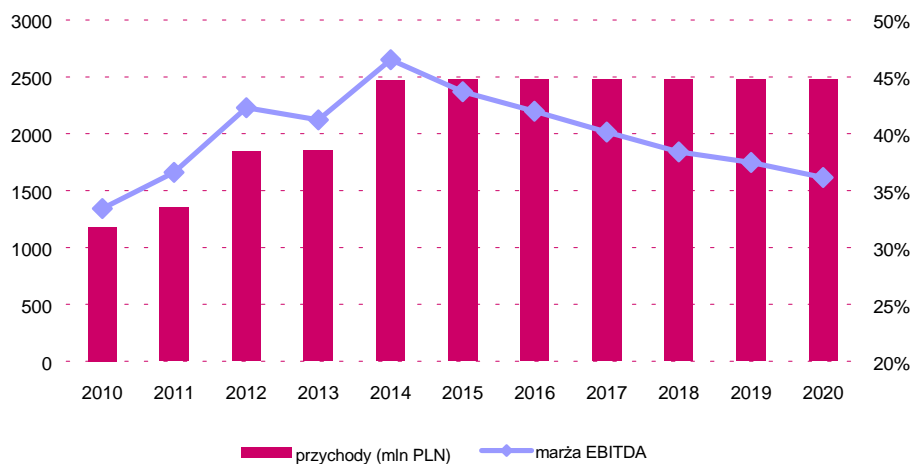
Wolumen sprzedaży

W 2010r. zakładamy wzrost sprzedaży węgla przez Bogdankę do poziomu 5.5 mln ton (+0.3 mln ton r/r). Rok później wolumen wzrośnie do blisko 6 mln ton, w związku z uruchomieniem w listopadzie nowej ściany w Polu Stefanów. W latach 2012-2013 poziom sprzedaży będzie nieznacznie przekraczał 8.2 mln ton. Od roku 2014 Bogdanka będzie sprzedawać ponad 11 mln ton węgla rocznie.

Marże

W związku z dwukrotnym zwiększeniem produkcji i tylko częściowym wzrostem kosztów, marże spółki będą systematycznie rosnąć do 2014 roku. Od roku 2015, według naszych założeń, rentowność spółki będzie spadała, w konsekwencji rosnących inflacyjnie kosztów oraz stabilizacji cen węgla.

Prognozowane przychody i marża EBITDA LW Bogdanka



Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
przychody netto	1 033.3	1 118.4	1 181.7	1 350.3	1 845.2	1 853.5
koszty wytworzenia	727.9	760.9	836.8	960.2	1 173.5	1 217.7
zysk brutto na sprzedaży	305.4	357.5	344.9	390.2	671.6	635.8
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	93.6	107.9	106.4	121.5	166.1	166.8
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8.4	-22.8	-9.9	-3.2	-1.9	-1.9
EBITDA	339.6	368.0	395.1	494.4	780.3	764.2
EBIT	203.5	226.7	228.6	265.4	503.7	467.0
saldo finansowe	-1.6	11.1	-1.0	-10.2	-22.7	-23.0
zysk przed opodatkowaniem	201.9	237.8	227.7	255.2	481.0	444.1
podatek dochodowy	46.1	47.0	45.5	51.0	96.2	88.8
zysk netto	155.8	190.8	182.1	204.2	384.8	355.2
EPS	6.8	6.6	5.4	6.0	11.3	10.4

Bilans (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
aktywa trwałe	1 386.0	1 617.5	2 247.4	2 849.7	3 265.2	3 524.8
wartości niematerialne i prawne	10.1	12.2	11.9	12.1	12.4	12.6
rzeczowe aktywa trwałe	1 334.0	1 558.7	2 187.9	2 789.1	3 203.3	3 461.8
pozostałe aktywa długoterminowe	41.1	46.2	47.2	48.1	49.1	50.0
aktywa obrotowe	271.4	852.3	404.0	230.5	291.7	396.8
zapasy	35.1	50.4	55.0	63.1	77.2	80.1
należności	135.8	117.5	126.3	148.0	202.2	203.1
inwestycje krótkoterminowe	99.9	681.7	218.7	15.3	8.4	109.6
aktywa razem	1 657.4	2 469.8	2 651.4	3 080.2	3 556.9	3 921.6
kapitał własny	1 106.3	1 730.0	1 912.1	2 116.3	2 501.1	2 856.3
kapitał mniejszości	9.5	8.9	0.0	0.0	0.0	0.0
zobowiązania i rezerwy	541.7	730.9	739.3	963.9	1 055.8	1 065.3
zobowiązania długoterminowe	222.9	477.8	389.4	569.9	595.4	595.9
zobowiązania krótkoterminowe	318.8	253.1	349.9	394.0	460.4	469.4
pasywa razem	1 657.4	2 469.8	2 651.4	3 080.2	3 556.9	3 921.6
BVPS	48.1	60.0	56.2	62.2	73.5	84.0

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
wynik netto	156.0	191.5	182.1	204.2	384.8	355.2
amortyzacja	136.2	141.3	166.4	229.0	276.6	297.2
zmiana kapitału obrotowego	-21.5	16.6	-16.1	-6.2	-27.3	4.7
gotówka z działalności operacyjnej	333.8	365.6	343.5	442.6	654.1	677.2
inwestycje (capex)	-326.5	-365.9	-795.3	-830.4	-691.0	-555.9
wypłata dywidendy	-5.6	-88.8	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	521.1	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	50.0	150.0	0.0	200.0	50.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	44.1	582.1	-11.1	184.4	30.0	-20.0
zmiana gotówki netto	51.4	581.8	-462.9	-203.4	-7.0	101.2
DPS	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	12.7	11.5	10.2	12.7	19.4	19.2

Wskaźniki (%)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
zmiana sprzedaży	19.8	8.2	5.7	14.3	36.6	0.5
zmiana EBITDA	39.5	8.3	7.4	25.2	57.8	-2.1
zmiana EBIT	67.7	11.4	0.8	16.1	89.8	-7.3
zmiana zysku netto	65.8	22.7	-4.9	12.1	88.4	-7.7
marża EBITDA	32.9	32.9	33.4	36.6	42.3	41.2
marża EBIT	19.7	20.3	19.3	19.7	27.3	25.2
marża netto	15.1	17.1	15.4	15.1	20.9	19.2
sprzedaż/aktywa (x)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
dług / kapitał (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
dług netto / EBITDA (x)	0.0	-1.2	0.1	0.9	0.6	0.4
stopa podatkowa	22.8	19.8	20.0	20.0	20.0	20.0
ROE	14.1	11.0	9.5	9.6	15.4	12.4
ROA	9.40	7.73	6.87	6.63	10.82	9.06
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-0.1	431.7	-31.3	-434.7	-441.6	-340.4

Źródło: Prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Franciszek Wojtal
+48 22 598 26 05
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Analityk
branża spożywcza, handel

Analityk
energetyka, papier i drewno

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Kamil Dadan
+22 598 26 26
kamil.dadan@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie
EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analizy.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiedzialną do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiedzialną do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazywane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2010 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	11%
Akumuluj	5	28%
Neutralnie	5	28%
Redukuj	4	22%
Sprzedaj	2	11%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczy usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	4	21%
Neutralnie	6	32%
Redukuj	6	32%
Sprzedaj	3	16%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora