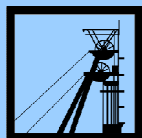


15 czerwca 2010

Komentarz specjalny

**Górnictwo węgla**

Polska

Michał Marczak
(48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

LW Bogdanka

LWBA.WA; LWB.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

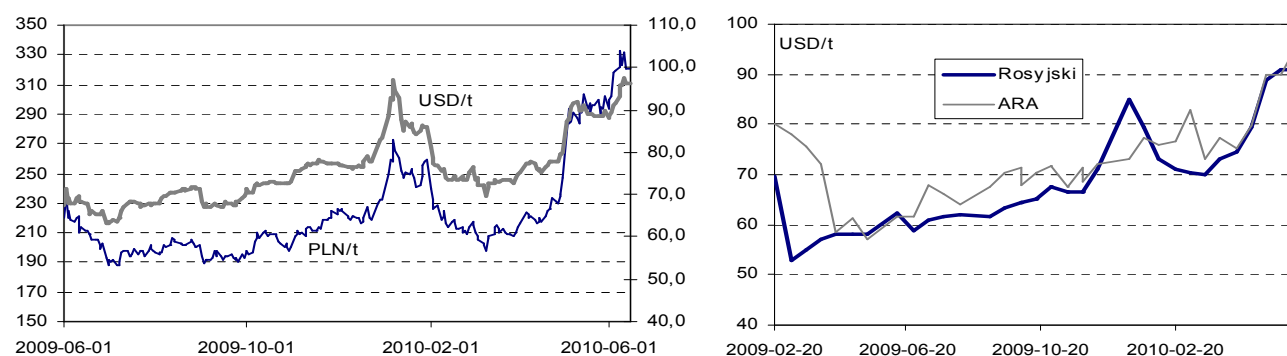
Wysokie ceny węgla ARA**Obecna cena: 75,00 PLN; Cena docelowa: 80,70 PLN**

Z wypowiedzi prezesa spółki wynika, że wyniki za 2Q2010 będą zbliżone do osiągniętych w 1Q br. W pierwszym kwartale spółka wypracowała 52,8 mln PLN zysku netto. Oznaczałoby to, że w 1H spółka ma już ok. 105 mln PLN zysku, tj. +26% r/r. Przypominamy, że w 3Q2009 zysk wyniósł 90 mln PLN a w czwartym kwartale, kiedy tworzone są dodatkowe rezerwy 17,6 mln PLN. Otoczenie nadal jest sprzyjające dla Bogdanki (wzrost cen węgla energetycznego w ARA do 96 USD/t), dlatego nie widzimy zagrożenia dla realizacji tegorocznej prognozy 186 mln PLN, która konserwatywnie jest o 6 mln PLN niższa niż zysk z 2009 (możliwe pozytywne zaskoczenie i szybszy niż oczekuje rynek wzrost cen węgla krajowego). Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Ceny węgla w Europie

Cena węgla w portach ARA wzrosła do 96 USD/t, węgla rosyjskiego w portach bałtyckich do 91 USD/t - w obu przypadkach osiągając najwyższy poziom notowań od końca 2008 roku. Z punktu widzenia krajowych producentów podstawowego surowca dla energetyki ceny węgla importowanego stają się istotnie wyższe niż z kopalń krajowych. Po uwzględnieniu kosztów transportu a przede wszystkim osłabienia PLN w relacji do USD, cena zakupu węgla ARA w przeliczeniu na GJ (uwzględnia różną kaloryczność) jest o 34% wyższa niż węgla krajowego. W przypadku węgla rosyjskiego różnica wynosi 25%. Oznacza to, że wolumen importowanego węgla, który był głównym powodem obniżek cen lokalnych producentów w 2009 roku, w kolejnych miesiącach powinien istotnie się zmniejszać (obecnie jeszcze realizacja starych kontraktów). Jeżeli otoczenie nie ulegnie zmianie w przyszłym roku należy oczekiwać wzrostu cen surowca na rynku krajowym, co w połączeniu ze wzrostem wolumenu sprzedaży przez LWB (z 5,3 do 6,8 mln ton) daje realną szansę na podwyżkę przyszłorocznych prognoz EPS.

Cena węgla energetycznego w portach ARA i portach bałtyckich (węgiel rosyjski)



Źródło: szacunki DI BRE Banku SA, Bloomberg

Ceny węgla energetycznego z kosztami dostawy w przeliczeniu na GJ (szacunki DI BRE)

	2007	2008	2009	obecnie
Cena węgla CIF ARA w USD/t	86,4	147,1	81,7	96,0
Cena węgla CIF ARA w USD/GJ	3,4	5,9	3,3	3,8
Kurs USD/PLN	2,77	2,41	3,19	3,40
Cena węgla CIF ARA w PLN/GJ	9,5	14,1	10,4	13,0
Koszt transportu ARA-Gdańsk w USD/t	4,0	4,0	1,6	2,6
Koszt transportu ARA-Gdańsk w PLN/t	11,1	9,8	5,1	8,8
Koszt przeładunku w USD/t	4,0	4,0	4,0	5,0
Koszt przeładunku w PLN/t	11,1	9,6	12,8	17,0
Dodatkowy koszt transportu kolejowego PLN/t	40,0	40,0	40,0	41,0
Koszt węgla ARA (E. Kozienice) w PLN/GJ	12,0	16,5	12,7	15,7
Cena węgla rosyjskiego FOB Gdańsk USD/t	72,8	133,6	78,9	91,0
Cena węgla rosyjskiego FOB Gdańsk USD/GJ	2,9	5,3	3,1	3,6
Cena węgla rosyjskiego FOB Gdańsk PLN/GJ	8,0	12,8	10,0	12,3
Koszty logistyki PLN/t	51,1	49,6	52,8	58,0
Koszt węgla rosyjskiego w PLN/GJ	10,1	14,8	12,1	14,6
Cena węgla LWB w PLN/t	163,1	182,8	208,4	206,0
Cena węgla LWB w PLN/GJ	7,8	8,7	9,9	9,8
Cena węgla polskie kopalnie średnia PLN/t	170,7	214,9	280,0	278,0
Cena węgla polskie kopalnie średnia PLN/GJ	7,2	9,0	11,8	11,7

Źródło: szacunki DI BRE Banku SA, Bloomberg

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.

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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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
michal.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”

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

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

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.