

PGNiG

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 6,55 PLN

8 GRUDZIEŃ 2017, 08:45 CEST

Ostatnie dwa kwartały były dość przeciętne wynikowo dla PGNiG. Oczyszczona EBITDA w 2Q'17 spadła o 3% r/r, a w 3Q'17 o 5% r/r, głównie ze względu na gorsze wyniki segmentu Obrotu. Kurs od ostatniej publikacji wynikowej zachowuje się relatywnie słabo na tle WIG. Spodziewamy się jednak, że 4Q'17 przynosi możliwość przełamania złej passy na wynikach skonsolidowanych. Rosnące ceny ropy mogą co prawda nadal negatywnie wpływać na koszty pozyskania gazu z kontraktów rosyjskiego i katarskiego, jednak wraz z cenami gazu powinny wspierać wyniki Wydobycia. Zwracamy uwagę, że na tle innych krajowych przedstawicieli segmentu Oil&Gas, baza porównawcza dla wyników w 4Q'17 i 2018 roku w PGNiG nie będzie aż tak mocno wyżyłowana. Dodatkowo w 2018 roku rezultaty mogą być wsparte przez one-off w postaci rozstrzygnięcia arbitrażu z Gazpromem w kwestii poziomu cen gazu (obecnie spodziewany termin rozprawy przed sądem arbitrażowym to 27 marca), którego nie uwzględniamy w wycenie. Po zaktualizowaniu prognoz i wyceny porównawczej podnosimy naszą cenę docelową do 6,55 PLN. Obecny poziom kursu rynkowego skłania nas to do zmiany rekomendacji z Trzymaj na Akumuluj.

Wyniki 3Q'17 były nieco słabsze r/r ze względu na presję w segmencie obrotu i q/q ze względu na sezonowość, ale należało tego oczekiwać. Rynek bardziej mógł się poczuć rozczarowany kolejnym przesunięciem rozstrzygnięcia arbitrażu dotyczącego kontraktu z Gazpromem (jeszcze w 1H'17 oczekiwano, że sprawa zostanie zamknięta do końca listopada). W 4Q'17 widzimy szansę na przełamanie negatywnej tendencji na poziomie skonsolidowanej EBITDA, głównie ze względu na mocną ktrybucję segmentu wydobywczego, wspieranego przez wysokie ceny ropy i gazu. W dłuższym terminie zwracamy także uwagę na szansę jakie otwiera przed spółką w segmencie obrotu potencjał wzrostu popytu na gaz na rynku polskim (m.in. zachodzące strukturalne zmiany wśród klientów indywidualnych) oraz potencjalna zmiana ceny w kontrakcie z Gazpromem.

Obecnie zakładamy, że raportowana EBITDA w 2017 roku wyniesie 7,27 mld PLN (a skorygowana o one-offy: 7,23 mld PLN). Wstępnie w perspektywie 4Q'17 zwracamy uwagę na mocny wzrost cen gazu i ropy w ujęciu q/q i r/r (także w PLN, pomimo umocnienia krajowej waluty vs USD) – z jednej strony poprawa warunków w segmencie E&P, z drugiej dalsza presja kosztowa w Obrocie (przy czym zwracamy uwagę, że od początku 4Q'17 zniesiono taryfy dla przemysłu, jednocześnie wcześniej ograniczając konkurencję w imporcie). W przyszłym roku zakładamy EBITDA na poziomie 7,70 mld PLN. Zwracamy uwagę, że opublikowana na początku 2017 roku strategia spółki zakładała średniorocznie 5,6 mld PLN EBITDA do 2023 roku oraz 9,2 mld PLN docelowo w późniejszym okresie (zakładając pełne urynkowanie umów na dostawy gazu oraz rozbudowę potencjału w upstreamie)

Ryzykiem dla zachowania kursu pozostaje potencjalne nierynkowe wykorzystanie dobrej pozycji bilansowej spółki. Przy 7-8 mld PLN EBITDA rocznie oraz braku zadłużenia netto, gotówka generowana przez spółkę jest łakomym kąskiem do zagospodarowania przez głównego właściciela. Przez ostatnie dwa lata spółka zaangażowała się przede wszystkim w ratowanie górnictwa. Na bok odłożono zapowiedzi podnoszenia nominału akcji w spółkach podlegających pod Ministerstwo Energii, których wymiernym efektem miała być konieczność zapłaty podatku (PGNiG ma bardzo wysoki poziom zysków zatrzymanych). Obowiązująca strategia zakłada wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy (naszym zdaniem potencjał jest sporo wyższy, jednak nie zakładamy, by miało dojść do zmiany polityki w tym zakresie).

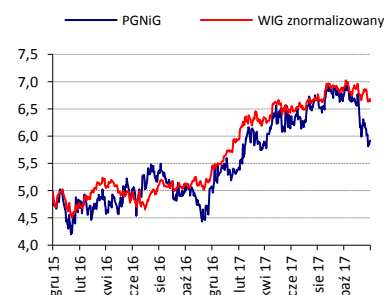
Wycena DCF [PLN]	6,38
Wycena porównawcza [PLN]	6,97
Wycena końcowa [PLN]	6,55
Potencjał do wzrostu / spadku	11%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	5,91
Kapitalizacja [mln PLN]	34 150
Ilość akcji [mln. szt.]	5 778
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,95
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,81
Stopa zwrotu za 3 mc	-13,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	0,0%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	71,9%
Pozostali	28,1%

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mld PLN]	36,46	33,20	35,88	38,56	37,13	36,68
EBITDA skoryg. [mld PLN]*	6,74	6,58	7,23	7,70	7,51	7,40
EBITDA [mld PLN]	6,08	5,97	7,27	7,70	7,51	7,40
EBIT [mld PLN]	3,29	3,36	4,55	4,91	4,68	4,56
Zysk netto [mld PLN]	2,13	2,35	3,23	3,40	3,28	3,07
Dług netto [mld PLN]	0,36	0,52	0,26	-0,78	-1,82	-2,36
CAPEX [mld PLN]**	3,21	4,00	3,86	3,94	4,02	3,80
Dywidenda + skup [mld PLN]	1,18	1,71	1,16	1,61	1,70	1,64
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	16,3	14,5	10,6	10,1	10,4	11,1
EV/EBITDA skoryg.	5,2	5,3	4,8	4,3	4,3	4,3
EV/EBITDA	5,8	5,8	4,7	4,3	4,3	4,3
EV/EBIT	10,7	10,3	7,6	6,8	6,9	7,0
DPS	0,20	0,18	0,20	0,28	0,29	0,28

*wynik oczyszczony o odpisy na aktywach E&P (bez spisanej sejsmiki), odpisy na zapasach gazu zysk na przejęciu SEJ (2016)

**z akwizycjami i finansowaniem jedn. stowarzyszonych

Krzysztof Pado
pado@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-32
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
SKONSOLIDOWANE WYNIKI KWARTALNE	8
POSZUKIWANIE I WYDOBYCIE	10
OBRÓT I MAGAZYNOWANIE	12
DYSTRYBUCJA	14
WYTWARZANIE.....	15
PROGNOZA WYNIKÓW	16
DANE FINANSOWE	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki PGNiG na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,38 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 6,97 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,55 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	6,38
Wycena metodą porównawczą	30%	6,97
Inne		0,00
Wycena 1 akcji PGNiG [PLN]		6,55

Źródło: BDM S.A.

W wycenie nie uwzględniamy potencjalnego pozytywnego one-off'a w postaci rozstrzygnięcia arbitrażu z Gazpromem w kwestii poziomu cen gazu. Obecnie spodziewany termin (prawdopodobnie finalnej) rozprawy przed sądem arbitrażowym to 27 marca 2018 roku (oczekiwany termin rozstrzygnięcia arbitrażu przesuwany był już kilkakrotnie). Okienko negocjacyjne trwa już od listopada 2014 (niedawno uruchomiono już także kolejne okienko negocjacyjne przysługujące co 3 lata). Za cały ten okres spółce może przysługiwać płatność retroaktywna (jednorazowy wpływ gotówki wyrównujący cenę do nowej formuły), jeśli dojdzie do zmian w formule (podobnie jak miało to miejsce w 2012 roku – wg naszych kalkulacji od tego czasu formuła opiera się w 40% na notowaniach gazu z rynku TTF a w 60% na notowaniach ropopochodnych). Dostarczony od listopada 2014 wolumen gazu z Gazpromu to ok. 27 mld m3. Do końca 1Q'18 liczba ta może wzrosnąć do ok 31 mld m3. Trudno powiedzieć jak będzie wyglądać nowa formuła PGNiG. Przy założeniu wejścia w życie nowej formuły od 2Q'18 i przejściu np. na 66% TFF - wg naszych kalkulacji spółce należałaby się płatność na poziomie ok. 1,9 mld PLN brutto. Przy przejściu na 100% TFF odpowiednio więcej. W wycenie obecnie konserwatywnie nie uwzględniamy tych płatności (znakiem zapytania jest dla nas np. kwestia późniejszej redystrybucji tej płatności).

Przy poprzedniej wycenie z 50% prawdopodobieństwem uwzględnialiśmy w wycenie operację przesunięcia kapitału zapasowego (zysków zatrzymanych) na podstawowy i tym samym podniesienie wartości nominalnej akcji (co skutkuje zapłatą podatku dochodowego). Wpływało to na obniżenie naszej wyceny o -0,22 PLN/akcję. PGNiG ze względu na wysoki udział Skarbu Państwa w akcjonariacie oraz brak zadłużenia jest jednym z głównych kandydatów do wykonania takiego posunięcia. Operacja to została jednak przeprowadzona jednak tylko w PGE i dodatkowo w dość ograniczonym zakresie. W 2017 roku nie pomyśl nie pojawiał się już w przestrzeni medialnej. Obecnie w naszej wycenie nie zakładamy przeprowadzenia takiej operacji.

Proгноза podstawowych danych

Podstawowe dane:	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Brent [usd/bbl]	108,8	99,1	52,4	44,1	54,1	60,3	58,2	57,0	56,6	56,4	56,5	56,7	56,8	56,8
USD/PLN (średni)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,78	3,57	3,55	3,49	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
EUR/PLN (średni)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,35	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
Taryfa gazowa [PLN/Mwh]														
Klienci przemysłowi	114	116	102	79	86	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Klienci detaliczni	105	119	114	100	94	94	94	93	92	91	91	-	-	-
Gaz rynek TGE [PLN/Mwh]														
spot	117	94	89	68	80	88	81	80	79	79	78	78	78	78
1M	112	96	89	67	80	88	81	80	79	79	78	78	78	78
Gaz rynek TTF														
1M [EUR/MWh]	27	21	20	14	17	18	17	17	17	17	17	17	17	17
1M [PLN/MWh]	112	90	83	61	73	79	76	74	73	73	73	73	73	73
Gazprom kontrakt szac.:*														
PLN/1000 m3	1 486	1 423	1 171	780	862	950	882	868	859	857	819	819	819	819
PLN/MWh	140	134	110	73	81	89	83	82	81	81	77	77	77	77
LNG rynek azjatycki [USD/mmbtu]	16,5	16,4	9,4	6,2	7,7	9,1	8,8	8,6	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *zakładamy zmianę formuły z końcem 2018 i następnie w 2022 przejście na całkowicie rynkowe ceny gazu (kolejne okienku negocjacyjne)

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu:

- Prognose ceny ropy Brent, notowań gazu na rynku TTF oraz kursów walut oparto o krzywą forward. Prognozy ceny gazu rosyjskiego (pochodna ropopochodnych opartych na Brent oraz TTF), katarskiego (pochodna Brent w 100%) oraz notowanego na TGE zależą od wyżej wymienionych czynników. W 2012 roku do formuły cenowej gazu rosyjskiego dodano element europejskich cen giełdowych (na bazie zysku, który pokazał jednorazowo wtedy PGNiG szacujemy go dla potrzeb modelu na ok. 40%). Obecnie trwają negocjacje pomiędzy PGNiG a Gazpromem o zwiększeniu elementu rynkowego w formule. W modelu zakładamy, że jego udział zwiększy się do 66% z końcem 2018 roku i 100% po 2022 roku.
- CAPEX w naszych założeniach jest niższy niż w prognozie zarządu, ponieważ nie uwzględniamy w nim przede wszystkim akwizycji nowych złóż wydobywczych. CAPEX w okresie rezydualnym wyrównaliśmy do poziomu amortyzacji.
- W pozostałych aktywach uwzględniamy zgodnie z wyceną bilansową wartość inwestycji w jednostkach zależnych wycenianych metodą praw własności (Europol Gaz, PGG).
- Efektywna stopa podatkowa uwzględnia aktywa norweskie (rozliczenie tarczy podatkowej, a następnie 78% efektywna stawka podatku) oraz wprowadzenie opodatkowania wydobycia węglowodorów w Polsce od 2020 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 5,78 mld akcji.
- Końcowa wartość w przeliczeniu na jedną akcję jest wyceną na dzień 8 grudzień 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 36,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,38 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	35,88	38,56	37,13	36,68	36,45	36,40	36,23	36,30	36,35	36,43
EBIT oczyszczony [mld PLN], w tym:	4,51	4,91	4,68	4,56	4,48	4,45	4,60	4,60	4,61	4,64
Poszukiwanie i Wydobycie	2,77	3,25	2,92	2,78	2,70	2,68	2,64	2,65	2,64	2,64
Obrót i Magazynowanie	-0,10	-0,14	-0,11	-0,10	-0,10	-0,11	0,08	0,08	0,08	0,09
Dystrybucja	1,60	1,56	1,67	1,72	1,75	1,75	1,77	1,76	1,78	1,81
Wytwarzanie	0,50	0,51	0,48	0,44	0,42	0,43	0,41	0,41	0,42	0,43
Pozostałe/Eliminacje	-0,27	-0,28	-0,29	-0,29	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,31	-0,32
Stopa podatkowa*	15,8%	15,9%	18,1%	31,1%	30,8%	30,8%	30,3%	30,3%	30,3%	30,2%
Podatek od EBIT [mld PLN]	0,71	0,78	0,85	1,42	1,38	1,37	1,39	1,39	1,40	1,40
NOPLAT [mld PLN]	3,80	4,13	3,83	3,14	3,10	3,08	3,21	3,21	3,22	3,24
Amortyzacja [mld PLN]	2,71	2,79	2,83	2,85	2,88	2,90	2,93	2,96	2,97	2,98
CAPEX [mld PLN]	-3,51	-3,94	-4,02	-3,80	-3,54	-3,54	-3,55	-3,32	-3,18	-3,04
Inwestycje kapitałowe [mld PLN]	-0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]	-0,92	-0,26	0,20	0,06	0,04	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	1,73	2,72	2,84	2,25	2,48	2,47	2,62	2,85	3,00	3,18
DFCF [mld PLN]	1,72	2,49	2,39	1,75	1,77	1,62	1,58	1,57	1,52	1,48
Suma DFCF [mld PLN]	17,90									
Wartość rezydualna [mld PLN]	40,92									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	19,06									
Wartość firmy EV [mld PLN]	36,95									
Dług netto 2016 [mld PLN]	0,52									
Dywidenda 2017 [mld PLN]	1,16									
Inne aktywa [mld PLN]	1,58									
Wartość kapitału [mld PLN]	36,85									
Ilość akcji [mld szt.]	5,78									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,38									

*efektywna stopa jest różna od księgowej ze względu na rozliczenie aktywa podatkowego w Norwegii (w długim terminie przyjęto stopę 78% dla działalności norweskiej)

Przychody zmiana r/r	8,1%	7,5%	-3,7%	-1,2%	-0,6%	-0,1%	-0,4%	0,2%	0,1%	0,2%
EBIT zmiana r/r	14,0%	8,8%	-4,7%	-2,6%	-1,8%	-0,7%	3,4%	0,0%	0,3%	0,7%
FCF zmiana r/r	-50,8%	57,3%	4,3%	-20,8%	10,2%	-0,5%	6,2%	8,8%	5,5%	5,8%
Marża EBITDA	20,1%	20,0%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,8%	20,8%	20,9%	20,9%
Marża EBIT	12,6%	12,7%	12,6%	12,4%	12,3%	12,2%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Marża NOPLAT	10,6%	10,7%	10,3%	8,6%	8,5%	8,5%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%
CAPEX / Przychody	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	8%
CAPEX / Amortyzacja	129%	141%	142%	134%	123%	122%	121%	112%	107%	102%
Zmiana KO / Przychody	3%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	34%	10%	14%	14%	18%	45%	17%	3%	3%	0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	88,7%	90,4%	91,7%	92,9%	94,5%	96,0%	97,5%	98,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,5%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Udział kapitału obcego	11,3%	9,6%	8,3%	7,1%	5,5%	4,0%	2,5%	1,1%	0,0%	0,0%
WACC	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	5,98	6,30	6,69	7,18	7,83	8,72	10,00	12,01	15,63
	0,8	5,69	5,97	6,31	6,73	7,28	8,01	9,02	10,55	13,10
	0,9	5,43	5,67	5,97	6,33	6,80	7,40	8,23	9,42	11,29
	1,0	5,19	5,41	5,67	5,98	6,38	6,89	7,56	8,51	9,94
	1,1	4,97	5,16	5,39	5,67	6,01	6,44	7,00	7,77	8,88
	1,2	4,77	4,94	5,14	5,38	5,68	6,05	6,52	7,15	8,04
	1,3	4,59	4,74	4,92	5,13	5,39	5,70	6,10	6,63	7,35

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	6,29	6,66	7,12	7,70	8,48	9,58	11,22	13,95	19,43
	4%	5,69	5,97	6,31	6,73	7,28	8,01	9,02	10,55	13,10
	5%	5,19	5,41	5,67	5,98	6,38	6,89	7,56	8,51	9,94
	6%	4,77	4,94	5,14	5,38	5,68	6,05	6,52	7,15	8,04
	7%	4,41	4,55	4,71	4,90	5,12	5,40	5,74	6,18	6,77
	8%	4,11	4,22	4,34	4,49	4,67	4,88	5,13	5,45	5,87
	9%	3,84	3,93	4,03	4,15	4,29	4,45	4,65	4,89	5,19

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	9,97	9,42	8,93	8,48	8,08	7,72	7,38	7,08	6,80
	4%	8,77	8,21	7,72	7,28	6,89	6,54	6,22	5,94	5,68
	5%	7,83	7,28	6,80	6,38	6,01	5,68	5,39	5,12	4,88
	6%	7,08	6,54	6,08	5,68	5,33	5,02	4,75	4,51	4,29
	7%	6,46	5,94	5,50	5,12	4,79	4,51	4,25	4,03	3,83
	8%	5,94	5,44	5,02	4,67	4,36	4,09	3,86	3,65	3,46
	9%	5,50	5,02	4,63	4,29	4,00	3,75	3,53	3,34	3,17

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2018-2020 dla spółek użyteczności publicznej z Europy oraz spółek wydobywczych z sektora ropy i gazu. Dla każdego roku przyjąłmy wagę 33%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Porównując wyniki PGNiG ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 40,3 mld PLN mln PLN, co odpowiada 6,97 PLN na jedną akcję. Ze względu na trudność w porównywalności PGNiG do innych spółek (działalność na częściowo regulowanym rynku polskim, duża ekspozycja na jednego dostawcę) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 30%.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Snam	15,4	15,3	14,8	12,8	12,7	12,5
Gas Natural	14,3	13,0	12,5	7,0	6,6	6,2
Enagas	13,9	13,9	12,4	10,5	10,3	9,2
Endesa	14,1	13,7	13,0	7,3	7,3	7,3
E.On	15,3	14,1	13,7	7,8	7,4	7,5
Engie	14,4	13,5	12,5	6,0	5,9	5,3
Transgaz	12,0	12,0	13,2	6,2	7,3	7,2
Hera	18,9	18,9	18,1	7,4	7,4	7,1
Centrica	10,2	10,1	9,4	4,7	4,7	4,8
Enea	5,4	5,2	5,6	3,9	3,7	3,6
Energa	6,6	6,8	7,0	4,5	4,5	4,6
ENI	19,5	17,3	16,4	4,0	3,7	3,5
Romgaz	7,6	7,0	7,2	4,3	4,3	4,0
Shell	12,7	11,5	10,9	5,2	4,8	4,3
BP	12,7	10,9	9,9	4,5	4,1	3,8
Total	12,5	11,4	10,8	5,6	5,1	4,8
Statoil	17,0	14,9	13,0	3,5	3,2	2,8
Gazprom	4,1	4,2	3,5	3,4	3,5	2,9
Mediana	12,7	12,5	12,4	5,4	4,9	4,8
PGNiG	10,6	10,1	10,4	4,7	4,3	4,3
Premia/dyskonto	-17,0%	-19,7%	-16,0%	-11,8%	-12,3%	-10,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	7,5	7,1	6,6	7,3	6,7	6,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,1			6,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	6,97					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

SKONSOLIDOWANE WYNIKI KWARTALNE

Wybrane dane kwartalne**

	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
USD/PLN	3,15	3,37	3,73	3,70	3,77	3,89	3,96	3,87	3,89	4,06	4,06	3,83	3,63
EUR/PLN	4,17	4,21	4,19	4,09	4,19	4,26	4,36	4,37	4,34	4,38	4,32	4,22	4,26
Ropa Brent [USD/bbl]	102,2	76,7	53,9	62,1	50,2	43,5	34,5	46,0	45,8	50,1	54,0	50,2	51,7
USA [Henry Hub, spot] [EUR/MWh]	10,2	10,2	8,7	8,4	8,4	6,6	6,1	6,4	8,7	9,6	9,6	9,4	8,5
TTF [Holandia, spot] [EUR/MWh]	18,8	22,9	21,2	20,7	19,8	17,3	12,6	13,1	13,1	17,3	18,3	15,5	15,9
Polska [TGE, spot] [EUR/MWh]	19,3	26,3	23,4	22,7	20,9	18,2	14,8	14,5	14,4	18,5	19,8	17,3	17,4
Polska [TGE, spot] [PLN/MWh]	80,4	110,8	98,0	92,7	87,7	77,7	64,5	63,2	62,3	81,1	85,7	72,8	74,0
Polska [TGE, 1M] [PLN/MWh]	84,4	112,9	98,0	90,2	88,6	79,6	62,2	61,2	62,8	81,8	85,3	71,9	74,2
Taryfa W 1.1 (detał) [PLN/MWh]	119,5	119,5	116,2	116,2	113,7	108,7	104,9	99,3	98,3	98,3	95,6	93,9	93,9
Dane operacyjne													
Wydobycie gazu [mln m3]	1 057	1 132	1 185	1 109	1 137	1 198	1 179	1 083	1 032	1 165	1 186	1 036	1 123
Wydobycie ropy [tys t]	304	271	386	317	367	358	348	328	298	344	346	270	313
Sprzedaż gazu [mln m3]	3 544	6 797	7 721	4 803	3 936	6 541	7 972	4 709	4 250	7 342	8 865	5 602	4 594
- w tym przez TGE [mln m3]	925	2 576	2 940	1 588	1 164	2 639	3 450	1 620	1 220	2 840	3 300	1 480	1 110
Przychody [mln PLN]													
Poszukiwanie i Wydobycie	1 433	1 212	1 217	1 316	1 179	1 143	1 351	1 232	1 119	1 586	1 851	1 294	1 270
Obrót/magazynowanie	5 300	10 219	11 190	6 634	5 296	8 623	9 620	5 262	4 725	8 573	9 932	5 887	5 051
Dystrybucja	885	1 181	1 316	1 078	1 030	1 160	1 397	1 065	1 037	1 416	1 469	1 141	1 085
Wytwarzanie	291	617	688	343	239	617	742	381	315	757	859	408	262
Pozostałe	85	90	88	73	89	74	80	105	95	82	72	87	98
Eliminacje	-1 579	-1 711	-2 004	-1 549	-1 528	-1 849	-2 210	-1 675	-1 591	-2 268	-2 531	-1 654	-1 691
Koszty [mln PLN]													
Zużycie surowców i materiałów	3 764	8 027	8 837	4 887	3 770	6 721	7 636	3 620	3 281	6 207	7 392	4 327	3 600
Świadczenia pracownicze	631	823	698	583	525	908	545	639	611	780	640	672	590
Amortyzacja	604	600	664	723	686	717	672	665	619	658	695	640	661
Usługi obce	625	818	523	755	583	813	521	620	639	1 057	655	674	709
Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby	-292	-313	-206	-229	-206	-311	-163	-161	-202	-342	-159	-229	-219
Pozostałe koszty operacyjne netto	189	773	317	229	320	868	48	913	234	738	355	313	316
EBIT	915	759	1 662	947	627	54	1 721	73	519	1 047	2 074	768	418
EBITDA [mln PLN]													
Poszukiwanie i Wydobycie	994	208	878	664	767	117	879	17	653	657	1 376	863	797
Obrót/magazynowanie	125	482	619	205	-66	-135	423	8	-141	324	358	-268	-280
Dystrybucja	372	517	521	697	596	524	758	665	542	594	692	691	581
Wytwarzanie	21	154	310	102	5	262	362	88	110	199	409	170	23
Pozostałe	8	-12	-1	6	13	-6	-33	-43	-32	-78	-66	-54	-42
Eliminacje	-1	10	-1	-4	-2	8	4	2	5	11	0	5	1
EBITDA skoryg. [mln PLN]*	1 378	1 809	2 306	1 708	1 311	1 409	2 228	1 396	1 125	1 826	2 804	1 350	1 065
Poszukiwanie i Wydobycie	994	589	878	727	746	537	879	727	688	735	1 376	785	763
Obrót/magazynowanie	-16	551	599	180	-47	84	258	-43	-115	292	393	-247	-281
Dystrybucja	372	517	521	697	596	524	758	665	542	594	692	691	581
Wytwarzanie	21	154	310	102	5	262	362	88	37	272	409	170	44
Pozostałe	8	-12	-1	6	13	-6	-33	-43	-32	-78	-66	-54	-42
Eliminacje	-1	10	-1	-4	-2	8	4	2	5	11	0	5	1
Saldo finansowe	-109	-131	-72	14	-96	-70	48	-68	7	-62	19	-10	22
Inne	0	129	0	0	-51	0	0	-41	-19	-14	12	-4	13
Zysk brutto	806	757	1 590	961	480	-17	1 769	-36	507	971	2 105	754	453
Zysk netto	616	688	1 243	621	291	-21	1 386	-115	358	722	1 599	499	367

Źródło: BDM S.A., spółka, *wyniki skorygowane o odpisy/odwrócenia odpisów w E&P (poza sejsmiki), w Obracie (głównie zapasy gazu) oraz Wytwarzaniu, **W 1Q'17 dokonano zmian w ujęciu wyników w segmentach PiW (Poszukiwania i Wydobycie) oraz OiM (Obrót i Magazynowanie), za okres 1Q'16-4Q'16 przedstawiono dane porównywalne w nowym ujęciu. Główne założenia nowego ujęcia:

- Przekazanie gazu pomiędzy segmentem PiW a OiM następuje po cenie kalkulowanej jako średnia miesięczna notowań TGE RDN (Rynek Dnia Następnego) pomniejszona o dyskonto gwarantujące segmentowi OiM pokrycie uzasadnionej części kosztów magazynowania gazu wysokometanowego oraz marżę.
- Z segmentu sprawozdawczego OiM wyodrębniono centrum korporacyjne PGNiG S.A. oraz spółkę PGNiG Finance AB, spółki te zostały zaprezentowane w ramach segmentu „Pozostałe”.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'17

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	odchyl.	3Q'17P kons. PGNiG*	odchyl.	3Q'17P kons. PAP*	odchyl.	1-3Q'16	1-3Q'17	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	5 701	6 075	6,6%	6 357	-4,4%	6 210	-2,2%	6 305	-3,7%	23 050	24 892	8,0%
EBITDA skoryg.	1 126	1 065	-5,4%	1 128	-5,6%	-	-	-	-	4 751	5 220	9,9%
EBITDA	1 138	1 079	-5,2%	1 128	-4,3%	1 120	-3,7%	1 302	-17,1%	4 269	5 256	23,1%
Poszukiwanie i Wydobywanie	653	798	22,2%	835	-4,4%	800	-0,2%	-	-	1 549	3 037	96,1%
Obrót/Magazynowanie	-141	-279	-	-258	-	-250	-	-	-	290	-189	-
Dystrybucja	542	581	7,2%	562	3,4%	570	1,9%	-	-	1 965	1 965	0,0%
Wytwarzanie	110	22	-80,0%	35	-37,1%	40	-45,0%	-	-	560	601	7,3%
Pozostałe/Eliminacje	-26	-43	-	-46	-	-50	-	-	-	-95	-158	66,3%
EBIT	519	418	-19,5%	467	-10,5%	-	-	660	-36,7%	2 313	3 260	40,9%
Zysk (strata) brutto	507	453	-	462	-1,9%	-	-	-	-	2 240	3 312	47,9%
Zysk (strata) netto	358	367	2,5%	323	13,6%	-	-	471	-22,1%	1 629	2 465	51,3%
Marża EBITDA	20,0%	17,8%		17,7%		18,0%		20,6%		18,5%	21,1%	
Marża EBIT	9,1%	6,9%		7,3%		-		10,5%		10,0%	13,1%	
Marża zysku netto	6,3%	6,0%		5,1%		-		7,5%		7,1%	9,9%	

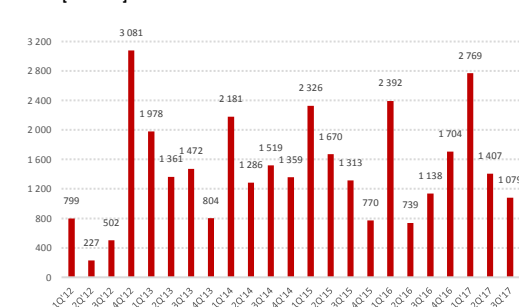
Źródło: BDM S.A., spółka, *konsensus wyników był zbierany i publikowany zarówno przez PGNiG jak i przez PAP (konsensus zebrany przez PAP zawierał więcej prognoz niż zebrany przez spółkę)

Wyniki za 3Q'17 były nieco słabsze na poziomie EBITDA od naszych oczekiwań (-4% jako raportowane, -6% jako skorygowane). Główne źródło EBITDA stanowiło Wydobywanie (798 mln PLN vs 835 mln PLN nasze oczekiwanie). Zwracamy przy tym uwagę, że spółka odpisała odwierty i sejsmiki na -54 mln PLN, czego rok temu nie było (historycznie odpisy w tym obszarze w 3Q są minimalne lub ich w ogóle nie ma; tego typu odpisów nie uznajemy za one-offy ze względu na dość powtarzalny charakter). Z drugiej strony odwrócono rezerwy na +34 mln PLN. W wynikach Obrotu odwróceniu uległa część odpisu na zapasie gazu (+64 mln PLN), przy czym pojawiły się także odpisy i rezerwy w drugą stronę na w sumie -63 mln PLN (opłata zastępcza + świadectwa energetyczne). W Wytwarzania odpisy obciążły wynik na -21 mln PLN. Gdyby do one-offów zaliczać negatywne odwierty i sejsmiki (których nie spodziewaliśmy się w 3Q'17) to wynik na poziomie EBITDA byłby praktycznie zgodny z naszymi założeniami. W Dystrybucji wynik na niezbilansowaniu systemu wyniósł +147 mln PLN (vs +139 mln PLN rok temu) – jednak tradycyjnie nie traktujemy tego jako one-off (w skali rok saldo jest zwykle nieco poniżej 0).

Przepływy z działalności operacyjnej: -0,3 mld PLN – słabsze r/r (sezonowo jest to zwykle najslabszy okres w roku ze względu na wzrost zapasów gazu, teraz doszedł jeszcze wzrost należności). Dług netto: 0,72 mld PLN (0,85 mld PLN rok temu) – w 3Q'17 spółka wypłaciła blisko 1,2 mld PLN dywidendy.

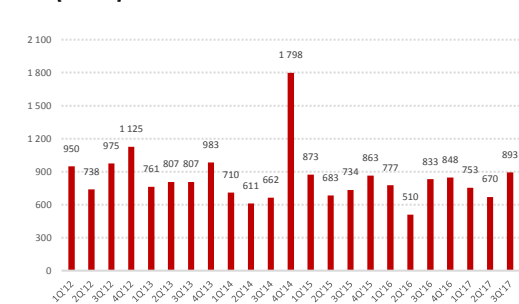
Zaraportowane wyniki były wyraźnie słabsze od konsensusu PAP – był on jednak zawyżony przez skrajne prognozy (górne widełki EBITDA zamykały się na aż 1,67 mld PLN). Tymczasem konsensus zebrany przez spółkę wynosił 1,12 mld PLN, nasze oczekiwania też były bliskie takiemu rezultatowi.

EBITDA [mln PLN]



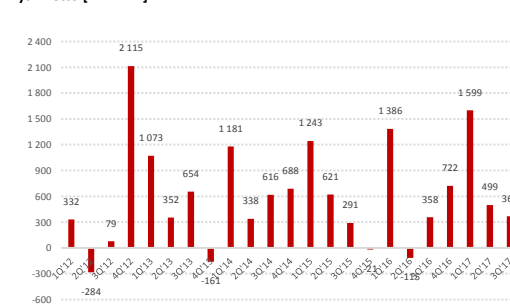
Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX [mln PLN]



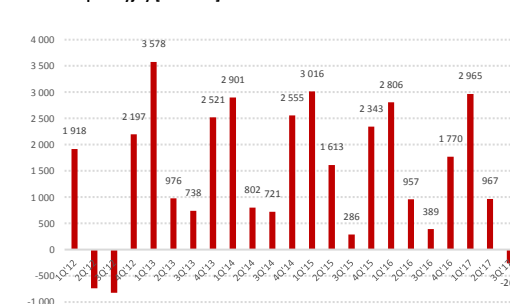
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

POSZUKIWANIE I WYDOBYCIE

Poszukiwanie i wydobywanie: wyniki segmentu [mln PLN]

	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	2016	2017P	2018P
Przychody	1 232	1 119	1 588	1 851	1 294	1 270	5 290	6 137	6 623
- w tym wewn. PGNiG	531	516	794	888	620	639	2 514	2 990	3 298
Zużycie surowców i materiałów	51	88	113	114	75	75	358	347	360
Świadczenia pracownicze	260	194	233	190	195	172	876	808	869
Usługi obce	190	182	240	192	185	205	791	968	999
Inne	714	1	345	-21	-23	22	1 058	1	-69
EBITDA	17	653	657	1 376	863	797	2 206	4 013	4 464
EBITDA skoryg. *	727	688	735	1 376	785	763	3 029	3 901	4 464
Amortyzacja	290	236	255	292	257	258	1 068	1 128	1 215
CAPEX	276	359	385	249	274	302	1 314	1 358	1 500
Wydobycie gazu [mln m3]	1 083	1 032	1 165	1 186	1 036	1 123	4 457	4 519	4 490
Wydobycie ropy [tys ton]	328	298	344	346	270	313	1 318	1 268	1 333
- udział ropy [jako boe]	25,6%	24,8%	25,2%	25,0%	22,8%	24,0%	25,2%	24,2%	25,2%
Przychody/boe [USD]	34	33	39	47	39	37	35	43	48
Koszty/boe [USD]*	14	13	21	12	15	15	15	16	16

Źródło: BDM S.A., spółka, *skoryg. o odpisy na środki trwałe w budowie, aktywa wydobywcze oraz rezerwy na likwidację odwiertów

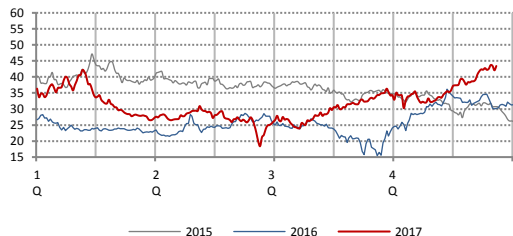
3Q'17:

- Nieznaczny wzrost wydobywania ropy i gazu w 3Q'17. Spory spadek sprzedaży ropy w Norwegii r/r (sprzedano jedynie 55% wydobywania).
- Wyraźny wzrost cen węglowodorów w Europie w ujęciu r/r, nieco niwelowany przez silniejszy kurs PLN vs USD.
- Raportowana EBITDA wzrosła z 653 mln PLN do 797 mln PLN.
- Wpływ zdarzeń jednorazowych: odwrócenie odpisów na +34 mln PLN (rok temu: -35 mln PLN).
- Pojawiły się odpisy na sejsmiki i odwierty negatywne na -54 mln PLN (rok temu brak) – nie uznajemy tego jednak jako one-off ze względu na dość powtarzalny charakter (przy czym dotychczas obciążenia z tego tytułu pojawiały się głównie w 2Q i 4Q).
- CAPEX nieco niższy r/r.

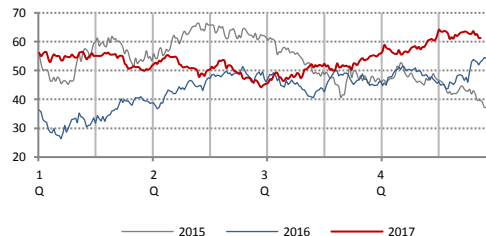
Kolejne okresy:

- W 4Q'17 wyraźnie rosną ceny gazu w ujęciu q/q i r/r, podobnie jest z cenami ropy. Efekt po przeliczeniu na PLN amortyzowany jest częściowo przez kurs USD/PLN (średnia w 4Q'16 sięgała blisko 4,1).
- Pod koniec listopada zarząd przedstawił zaktualizowane prognozy wydobywania na kolejne lata (tabele na kolejnej stronie).

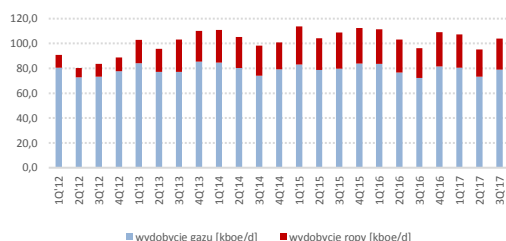
Ceny gazu w Europie, NBP UK spot [USD/boe]



Ceny ropy w Europie, Brent spot [USD/bbl]

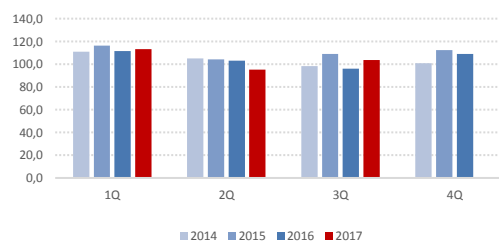


Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Wydobywanie gazu/ropy



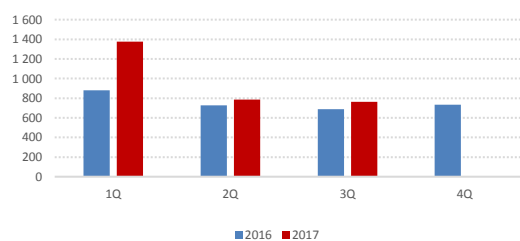
Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., Bloomberg
Wydobywanie: wolumen [tys boe/d]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wydobycie: EBITDA skoryg. [mln PLN]



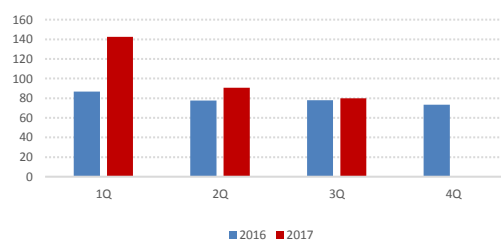
Źródło: BDM S.A., spółka

Wydobycie: aktualne prognozy zarządu

29/11/2017	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Gaz [mld m3]	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6
Polska	4,0	3,9	3,8	3,8	3,9
Norwegia	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Pakistan	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Ropa [tys ton]	1 306	1 318	1 267	1 335	1 234
Polska	765	764	778	820	784
Norwegia	664	555	489	515	450

Źródło: BDM S.A., spółka

Wydobycie: skoryg. EBITDA/boe [PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wydobycie: poprzednie prognozy zarządu

25/10/2016	2015	2016P	2017P	2018P
Gaz [mld m3]	4,6	4,5	4,5	4,6
Polska	4,0	3,9	3,8	3,8
Norwegia	0,6	0,5	0,5	0,5
Pakistan	0,1	0,1	0,2	0,3
Ropa [tys ton]	1 428	1 306	1 316	1 419
Polska	765	757	745	840
Norwegia	664	549	571	579

Źródło: BDM S.A., spółka

OBRÓT I MAGAZYNOWANIE

Obrót i magazynowanie: wyniki segmentu [mln PLN]

	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	2016	2017P	2018P
Przychody*	5 263	4 724	8 573	9 932	5 887	5 051	28 180	30 196	32 657
- w tym wewn. PGNiG	75	65	211	169	20	24	447	438	462
Zużycie surowców i materiałów	4 258	3 846	6 690	7 973	5 016	4 236	22 838	24 718	27 323
Świadczenia pracownicze	69	80	112	68	83	72	322	337	354
Usługi obce	898	901	1 316	1 428	980	1 002	4 380	4 793	4 607
Inne	30	39	131	105	76	20	27	301	301
EBITDA	8	-141	324	358	-268	-280	614	47	71
EBITDA skoryg **	-43	-115	292	393	-247	-281	392	102	71
Amortyzacja	52	54	53	50	52	52	207	206	208
CAPEX	10	46	40	59	4	6	122	102	130
Sprzedaż gazu w GK [mln m3]	4 709	4 250	7 342	8 865	5 602	4 594	24 273	26 566	26 298
- PGNiG S.A.	2 897	2 552	4 439	5 410	3 350	3 021	14 500	16 232	15 842
- w tym na TGE	1 577	1 165	2 859	3 280	1 450	1 100	9 000	8 573	8 344
- PGNiG OD	1 329	1 033	2 341	2 750	1 550	1 121	7 300	7 914	8 073
Import gazu [mln m3]	2 837	3 020	2 968	3 219	3 334	3 488	11 527	12 896	12 061
- w tym ze wschodu [mln m3]	2 623	2 429	2 539	2 709	2 518	1 889	2 623	2 429	2 539
Stan magazynów [mln m3]	1 613	2 811	2 156	879	1 661	2 858	2 156	2 236	2 251
Brent 9M avg -1Q [PLN/bbl]	165	161	171	192	191	186	176	189	208
Taryfa detal [PLN/MWh]	99	98	98	96	94	94	100	94	94
TGE spot [PLN/MWh]	63	62	81	86	73	74	68	80	88
TTF 1M [PLN/MWh]	57	57	76	79	65	68	61	73	79

Źródło: BDM S.A., spółka, *od 3Q'14 konsolidacja PGNiG OD (przychody nie podlegają wyłączeniom), **oczyszcz.

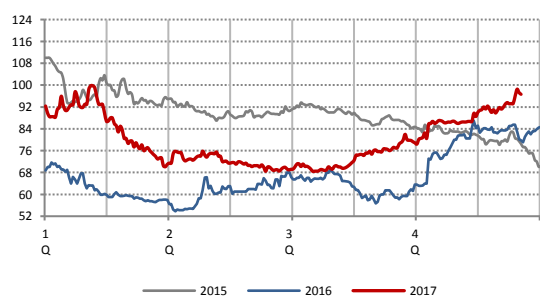
3Q'17:

- Przychody wyższe r/r za sprawą wolumenów - wzrost w PGNiG S.A. m.in. do rafinerii oraz pozostałego przemysłu. Niewielki spadek eksportu na Ukrainę. Odbiorcy domowi – nieznaczny wzrost wolumenu.
- Wyraźny wzrost importu gazu, przy ograniczeniu kierunku wschodniego (relatywnie wysokie ceny).
- EBITDA raportowana wyniosła -280 mln PLN (vs -141 mln PLN rok wcześniej). Brak wpływu na wynik hedgingu (vs -128 mln PLN rok temu). Odwrócenie odpisu na zapasie gazu: +64 mln PLN (vs -26 mln PLN w 3Q'16), jednocześnie pojawiły się inne rezerwy na -63 mln PLN. Po oczyszczeniu o odpisy wynik EBITDA 3Q'17: -281 mln PLN vs 3Q'16: -115 mln PLN. Słaby wynik ze względu na wzrost cen gazu rosyjskiego przy słabych cenach sprzedaży uzyskiwanych przez PGNiG (zwracamy uwagę, że ceny na TGE/TTF rosły r/r).

Kolejne okresy:

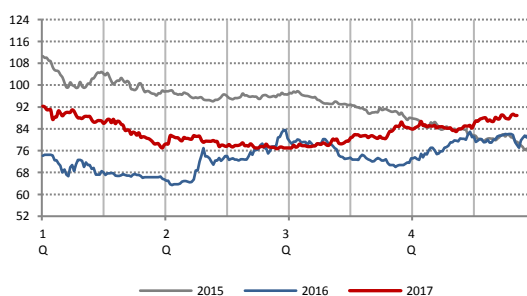
- Od 4Q'17 taryfa przemysłowa została zniesiona. Na 1Q'18 spółka wnioskuje o utrzymanie dotychczasowej taryfy detalicznej.
- W pierwszej połowie 4Q'17 w ujęciu r/r rosną zarówno ceny na giełdach, jak i w kontrakcie z Gazpromem.
- Zapowiadany finał rozstrzygnięcia arbitrażu dotyczącego formuły cenowej w kontrakcie z Gazpromem zapowiadany był już kilkakrotnie. Obecnie spodziewany termin to końcówka 1Q'18. Okienko negocjacyjne trwa już od listopada 2014. W listopadzie 2017 otwarto kolejne (umowa przewiduje takie co trzy lata). Za cały ten okres spółce może przysługiwać płatność retroaktywna (jednorazowy wpływ gotówki), jeśli dojdzie do zmian w formule (podobnie jak miało to miejsce w 2012 roku).

TGE 1M [PLN/MWh]



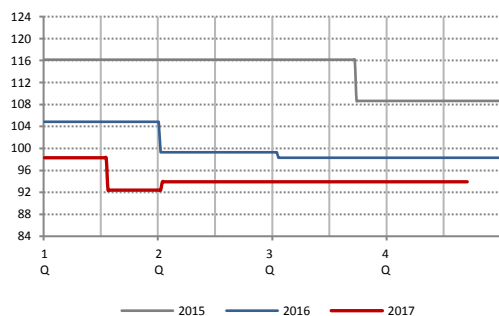
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

TGE 1Y [PLN/MWh]

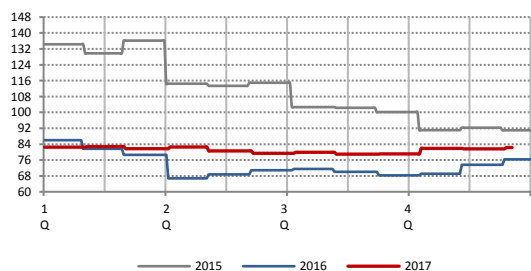


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Taryfa detaliczna [PLN/MWh]

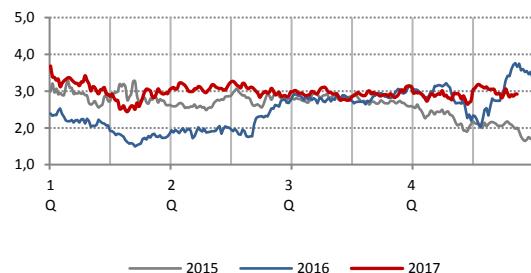


Gazprom kontrakt z PGNiG koszt szac. [PLN/MWh]



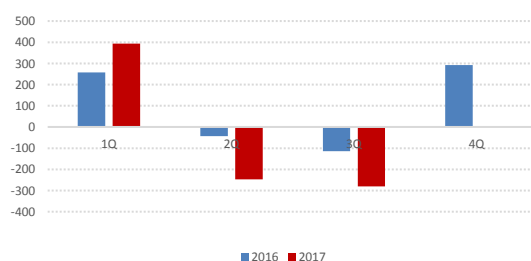
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Henry Hub spot [USD/mmBtu]



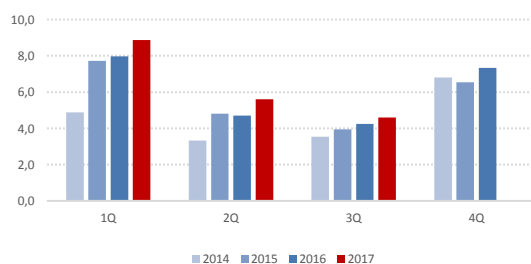
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Obrót i magazynowanie: EBITDA skoryg. [mln PLN]



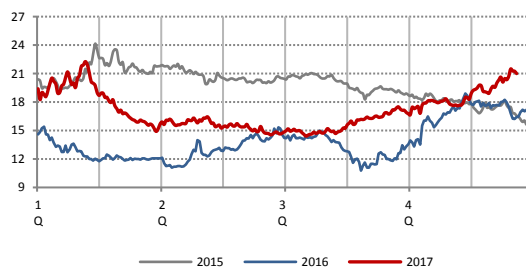
Źródło: BDM S.A., spółka

Wolumen sprzedaży gazu [mld m3]*



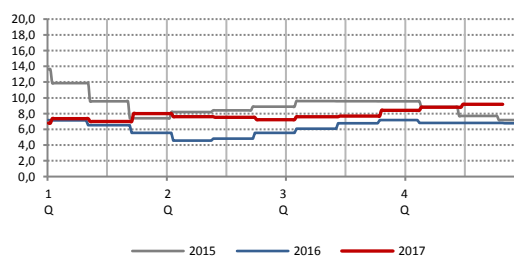
Źródło: BDM S.A., spółka, *łącznie z wolumenem PGNiG OD

TTF 1M [EUR/MWh]



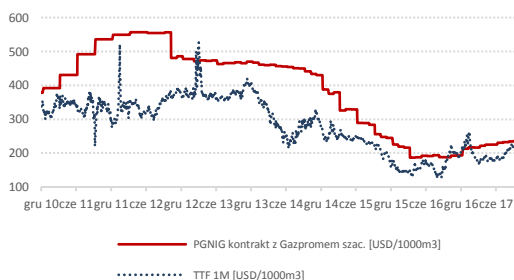
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena eksportowa katarskiego LNG (powiązanie 100% ropa) [USD/mmBtu]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, 1MWh=3,41 mmBtu

Porównanie cen gazu [USD/1000 m3]



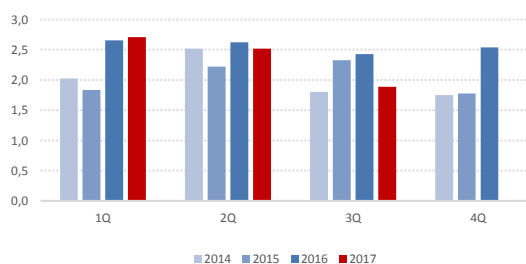
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Grupy odbiorców gazu [mld m3]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
TGE	3,45	1,62	1,22	2,84	3,30	1,48	1,11
PST	0,76	0,58	0,61	0,56	0,73	0,69	0,45
Rafinerie i petchem	0,27	0,34	0,40	0,33	0,56	0,63	0,73
Elektrownie i ciepł.	0,28	0,22	0,19	0,43	0,47	0,29	0,22
Zakłady azotowe	0,49	0,47	0,46	0,44	0,55	0,50	0,43
Handel, hurt, usługi	0,61	0,28	0,18	0,54	0,70	0,38	0,26
Przemysł pozostali	0,66	0,51	0,49	0,73	0,86	0,68	0,67
Odbiorcy domowi	1,45	0,68	0,52	1,26	1,51	0,81	0,56
Eksport	0,00	0,00	0,19	0,18	0,16	0,13	0,14

Źródło: BDM S.A., spółka

Wolumen importu gazu z kierunku wschodniego [mld m3]



Źródło: BDM S.A., spółka

DYSTRYBUCJA

Dystrybucja: wyniki segmentu [mln PLN]

	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	2016	2017P	2018P
Przychody	1 065	1 037	1 416	1 469	1 141	1 085	4 915	5 134	5 139
- w tym wewn. PGNiG	846	824	1 015	1 209	847	903	3 837	4 037	3 926
Zużycie surowców i materiałów	-50	21	145	238	-77	17	285	326	331
Świadczenia pracownicze	203	242	332	281	285	251	995	1 184	1 207
Usługi obce	187	181	258	206	202	196	787	866	866
Inne	60	51	87	52	40	41	289	227	220
EBITDA	665	542	594	692	691	581	2 559	2 530	2 515
Amortyzacja	230	232	237	231	229	228	924	929	952
CAPEX	189	250	322	332	237	274	1 123	1 193	1 369
Wynik na niezbilansowaniu systemu	156	139	-193	-218	172	147	-48	-92	-92
Wolumen [mln m3]	2 050	1 877	3 444	3 941	2 442	1 968	10 859	11 966	12 206
zmiana r/r	1%	12%	20%	13%	19%	5%	11%	10%	2%
Przychody z dystrybucji	924	835	1 282	1 435	1 017	882	4 386	4 692	4 679
Oплата przyłączeniowa	27	31	49	22	33	41	130	127	145
Inne przychody	114	171	85	12	91	162	399	315	315

Źródło: BDM S.A., spółka

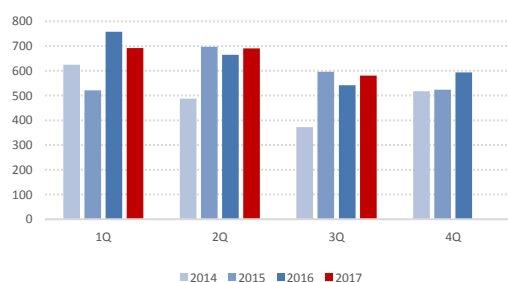
3Q'17:

- Wzrost wolumenu r/r (ale dynamika wyraźnie niższa niż w poprzednich kwartałach), głównie na skutek nowych przyłączy;
- Wzrost EBITDA (+39 mln PLN r/r) wskutek m.in. nieco wyższego wyniku na niezbilansowaniu systemu oraz niską dynamikę kosztów.
- CAPEX minimalnie wyższy r/r.

Kolejne okresy:

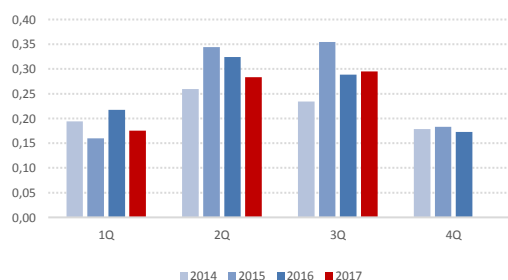
- Wynik na niezbilansowaniu powinien być sezonowo ujemny w 4Q'17, wolumen w dużej mierze może być uzależniony od pogody.
- W segmencie nadal obowiązuje taryfa dystrybucyjna z 2015 roku. W grudniu 2016 roku i lipcu 2017 URE odmówiło zatwierdzenie nowej taryfy.

Dystrybucja: EBITDA [mln PLN]



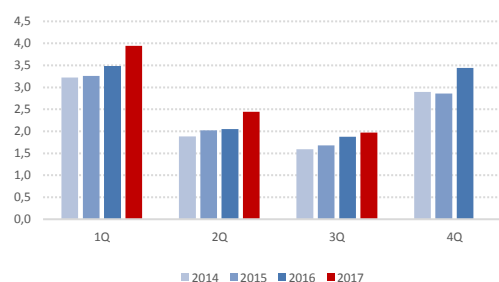
Źródło: BDM S.A., spółka

Dystrybucja: EBITDA/wolumen [PLN/m3]



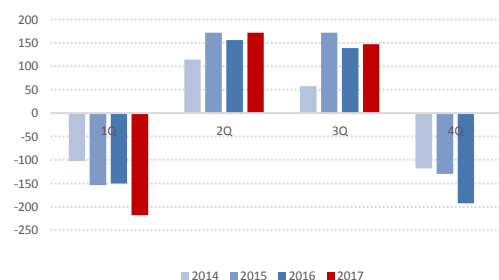
Źródło: BDM S.A., spółka

Wolumen dystrybucji gazu [mld m3]



Źródło: BDM S.A., spółka,

Wynik na niezbilansowaniu systemu [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka,

WYTWARZANIE

Wytwarzanie: wyniki segmentu [mln PLN]

	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	2016	2017P	2018P
Przychody	381	315	756	859	408	262	2 195	2 331	2 396
- w tym wewn. PGNiG	162	133	197	217	107	65	723	582	694
Zużycie surowców i materiałów	176	160	301	319	141	100	938	895	977
Świadczenia pracownicze	48	47	51	49	52	46	174	202	207
Usługi obce	45	52	48	34	39	51	168	175	180
Inne	24	-53	157	48	6	42	156	180	158
EBITDA	88	109	199	409	170	23	759	880	874
EBITDA skoryg.	88	36	272	409	170	44	758	901	874
Amortyzacja	80	83	101	108	90	110	360	398	360
CAPEX	22	171	92	81	117	271	390	744	910
Przychody									
Ciepło	191	130	474	534	231	144	1 280	1 426	1 481
Energia elektryczna	104	71	205	231	118	72	606	625	627
Handel	86	114	77	94	59	46	308	281	288
Produkcja									
Ciepło [TJ]	5 351	2 945	15 079	17 669	6 732	3 471	39 527	42 951	42 951
Energii elektr. [GWh]	591	418	1 204	1 458	737	407	3 604	3 806	3 806
Ceny									
EC uzyskana [PLN/GJ]	35,7	44,1	31,4	30,2	34,3	41,5	32,4	33,2	34,5
EE uzyskana [PLN/MWh]	175,9	169,7	170,2	158,4	160,2	176,9	168,1	164,1	164,7

Źródło: BDM S.A., spółka

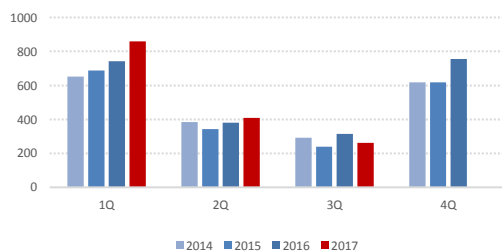
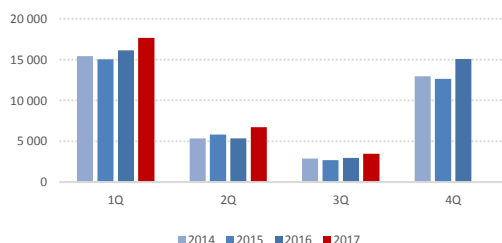
3Q'17:

- Wzrost wolumenu sprzedaży ciepła o 18% r/r i spadek w energii elektrycznej z wytwarzania o 3% r/r. Ograniczeniu aktywności w obszarze handlu energią.
- Raportowana EBITDA z 3Q'16 uwzględniła dodatni one-off na przejściu SEJ (+73 mln PLN), w 3Q'17 natomiast wynik jest obciążony przez rezerwy na 19 mln PLN.
- EBITDA skorygowana wyższa ze względu na stabilną bazę kosztową.
- CAPEX wyraźnie wyższy r/r.

Kolejne okresy:

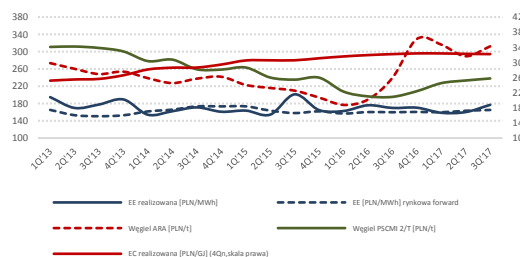
- Podwyżki cen węgla mogą negatywnie wpłynąć na rentowność segmentu w perspektywie 2018 roku.
- Spółka prowadzi obecnie dość szeroki program inwestycyjny (Zofiówka, Stalowa-Wola, Żerań).

Wytwarzanie: przychody [mln PLN]

Źródło: BDM S.A., spółka
Produkcja ciepła [TJ]

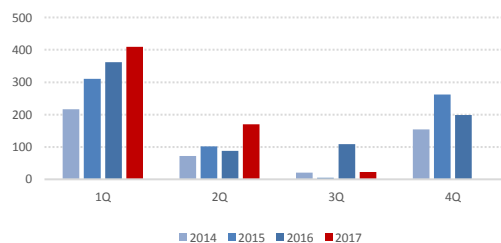
Źródło: BDM S.A., spółka

Ceny produktów i węgla



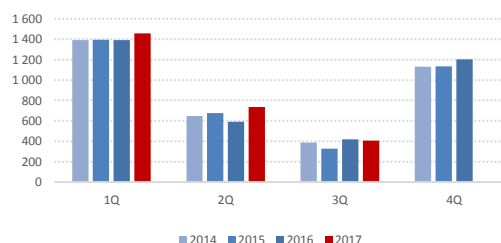
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wytwarzanie: EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

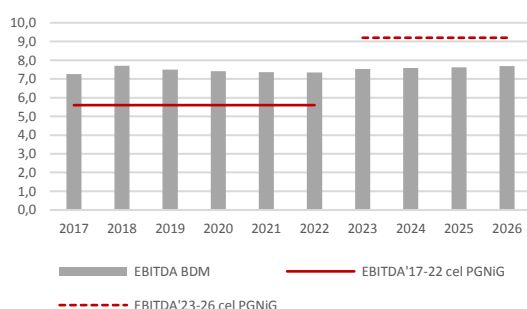
Produkcja energii elektrycznej [GWh]



Źródło: BDM S.A., spółka

PROGNOZA WYNIKÓW

EBITDA [mld PLN]

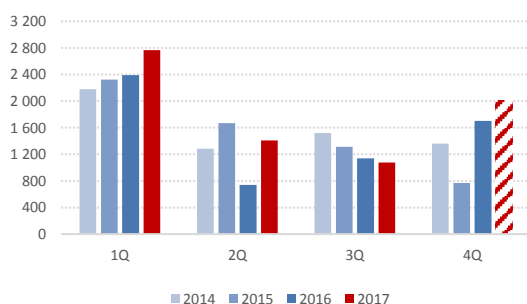


Strategia PGNiG na lata 2017-22 (z perspektywą do 2026 roku) została opublikowana na początku 2017 roku. Zakłada ona średnią EBITDA na poziomie 5,6 mld PLN w podstawowym okresie oraz 9,2 mld PLN średnio w latach 2023-26. Wzrost EBITDA w dłuższym horyzoncie czasu został uzasadniony urynkowieniem portfela zakupu gazu, inwestycjami (główny CAPEX wg strategii przeznaczony ma być na upstream) oraz wzrostem rynkowych cen gazu/ropy (szczególnie gazu po 2022 roku, wcześniej spółka spodziewa się dołka związanego z nadywżką LNG). Spółka nie podała celów EBITDA w podziale na segmenty.

Raportowany wynik za ostatnie 4Q wynosi 6,95 mld PLN a skorygowany o one-offy 7,04 mld PLN.

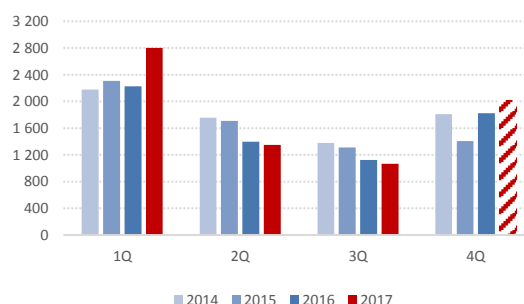
Źródło: BDM S.A., spółka

Kwartałna EBITDA [mld PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Kwartałna EBITDA oczyszczona [mld PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Porównanie prognoz wyników na lata 2017-2018 rok w stosunku do poprzedniej rekomendacji [mld PLN]

	2016P			2017P			2018P		
	poprzednio*	realizacja	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	32 070	33 196	3,5%	32 970	35 878	8,8%	33 627	38 563	14,7%
EBITDA	5 661	5 974	5,5%	6 150	7 266	18,1%	6 581	7 704	17,1%
EBIT	3 013	3 360	11,5%	3 344	4 552	36,1%	3 638	4 912	35,0%
Zysk (strata) netto	1 980	2 352	18,8%	2 199	3 229	46,9%	2 366	3 397	43,6%
Marża EBITDA	17,7%	18,0%		18,7%	20,3%		19,6%	20,0%	
Marża EBIT	9,4%	10,1%		10,1%	12,7%		10,8%	12,7%	
Marża zysku netto	6,2%	7,1%		6,7%	9,0%		7,0%	8,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., wyniki bez uwzględniania możliwego efektu retroaktywnego, *poprzednio: rekomendacja z 17.11.2016

Prognozy wyników skonsolidowanych na 2017-18 [mld PLN]

	2016	2017P	zmiana r/r	2018P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	33 196	35 878	8,1%	38 563	7,5%
EBITDA skoryg.	6 574	7 230	10,0%	7 704	6,5%
EBITDA	5 974	7 266	21,6%	7 704	6,0%
Poszukiwanie i Wydobycie	2 206	4 013	81,9%	4 464	11,2%
Obrót/Magazynowanie	614	47	-92,3%	71	50,3%
Dystrybucja	2 559	2 530	-1,1%	2 515	-0,6%
Wytwarzanie	759	880	16,0%	874	-0,7%
Pozostałe/Eliminacje	-164	-204	24,2%	-220	8,0%
EBIT	3 360	4 552	35,5%	4 912	7,9%
Zysk (strata) brutto	3 211	4 540	41,4%	4 784	5,4%
Zysk (strata) netto	2 352	3 229	37,3%	3 397	5,2%
Marża EBITDA	18,0%	20,3%		20,0%	
Marża EBIT	10,1%	12,7%		12,7%	
Marża zysku netto	7,1%	9,0%		8,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka

Proгноza wyników kwartalna i roczna [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	2017P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2018P*	2019P
USD/PLN	3,96	3,87	3,89	4,06	3,94	4,06	3,83	3,63	3,60	3,78	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,55
EUR/PLN	4,36	4,37	4,34	4,38	4,36	4,32	4,22	4,26	4,24	4,26	4,23	4,25	4,28	4,30	4,26	4,35
Ropa Brent [USD/bbl]	34,5	46,0	45,8	50,1	44,1	54,0	50,2	51,7	60,6	54,1	61,1	60,7	60,0	59,4	60,3	58,2
USA [Henry Hub, spot] [EUR/MWh]	6,1	6,4	8,7	9,6	7,7	9,6	9,4	8,5	8,5	9,0	8,3	8,1	8,2	8,2	8,2	7,9
TTF [Holandia, spot] [EUR/MWh]	12,6	13,1	13,1	17,3	14,1	18,3	15,5	15,9	18,9	17,1	20,8	17,5	17,1	18,4	18,4	17,4
Polska [TGE, spot] [EUR/MWh]	14,8	14,5	14,4	18,5	15,5	19,8	17,3	17,4	20,4	18,7	22,4	20,0	19,7	20,5	20,6	18,7
Polska [TGE, spot] [PLN/MWh]	64,5	63,2	62,3	81,1	67,8	85,7	72,8	74,0	86,5	79,8	94,6	85,1	84,1	88,1	88,0	81,4
Polska [TGE, 1M] [PLN/MWh]	62,2	61,2	62,8	81,8	67,0	85,3	71,9	74,2	89,5	80,2	94,6	85,1	84,1	88,1	88,0	81,4
Gaz wysokometanowy E (Taryfa) [PLN/MWh]	104,9	99,3	98,3	98,3	100,2	95,6	93,9	93,9	93,9	94,3	93,9	93,9	94,6	94,6	94,3	94,1
Powyższe dane – średnia roczna																
Dane operacyjne																
Wydobycie gazu [mln m3]	1 179	1 083	1 032	1 165	4 457	1 186	1 036	1 123	1 173	4 519	1 177	1 028	1 115	1 170	4 490	4 601
Wydobycie ropy [tys t]	348	328	298	344	1 318	346	270	313	339	1 268	363	286	323	361	1 333	1 237
Sprzedaż gazu [mln m3]	7 972	4 709	4 250	7 342	24 273	8 865	5 602	4 594	7 505	26 566	8 720	5 514	4 489	7 575	26 298	26 405
- w tym przez TGE [mln m3]	3 450	1 620	1 220	2 840	9 130	3 300	1 480	1 110	2 743	8 633	2 945	1 479	1 122	2 798	8 344	8 427
Przychody [mln PLN]	10 980	6 370	5 700	10 146	33 196	11 652	7 163	6 075	10 986	35 876	12 770	7 934	6 843	11 017	38 563	37 129
Poszukiwanie i Wydobycie	1 351	1 232	1 119	1 586	5 288	1 851	1 294	1 270	1 722	6 137	1 938	1 422	1 497	1 767	6 623	6 211
Obrót, magazynowanie	9 620	5 262	4 725	8 573	28 180	9 932	5 887	5 051	9 326	30 196	11 039	6 646	5 675	9 297	32 657	31 355
Dystrybucja	1 397	1 065	1 037	1 416	4 915	1 469	1 141	1 085	1 439	5 134	1 491	1 127	1 076	1 444	5 139	5 332
Wytwarzanie	742	381	315	757	2 195	859	408	262	802	2 331	882	420	266	827	2 396	2 387
Pozostałe	80	105	95	82	362	72	87	98	73	330	73	89	100	75	337	343
Eliminacje	-2 210	-1 675	-1 591	-2 268	-7 744	-2 531	-1 654	-1 691	-2 376	-8 252	-2 654	-1 771	-1 771	-2 393	-8 588	-8 500
EBITDA [mln PLN]	2 393	737	1 137	1 707	5 974	2 769	1 407	1 079	2 010	7 266	2 891	1 456	1 334	2 023	7 704	7 505
Poszukiwanie i Wydobycie	879	17	653	657	2 206	1 376	863	797	977	4 013	1 447	945	1 053	1 019	4 464	4 100
Obrót, magazynowanie	423	8	-141	324	614	358	-268	-280	236	47	384	-256	-254	197	71	93
Dystrybucja	758	665	542	594	2 559	692	691	581	566	2 530	711	668	570	566	2 515	2 654
Wytwarzanie	362	88	110	199	759	409	170	23	278	880	397	157	31	289	874	882
Pozostałe	-33	-43	-32	-78	-186	-66	-54	-42	-49	-211	-49	-59	-67	-50	-225	-229
Eliminacje	4	2	5	11	22	0	5	1	1	6	1	1	1	1	5	5
EBITDA skoryg. [mln PLN]	2 228	1 396	1 125	1 826	6 575	2 804	1 350	1 065	2 010	7 230	2 891	1 456	1 334	2 023	7 704	7 505
Poszukiwanie i Wydobycie	879	727	688	735	3 029	1 376	785	763	977	3 901	1 447	945	1 053	1 019	4 464	4 100
Obrót, magazynowanie	258	-43	-115	292	392	393	-247	-281	236	102	384	-256	-254	197	71	93
Dystrybucja	758	665	542	594	2 559	692	691	581	566	2 530	711	668	570	566	2 515	2 654
Wytwarzanie	362	88	37	272	759	409	170	44	278	901	397	157	31	289	874	882
Pozostałe	-33	-43	-32	-78	-186	-66	-54	-42	-49	-211	-49	-59	-67	-50	-225	-229
Eliminacje	4	2	5	11	22	0	5	1	1	6	1	1	1	1	5	5
EBIT	1 721	73	519	1 047	3 360	2 074	768	418	1 292	4 552	2 186	779	654	1 293	4 912	4 679
Saldo finansowe	48	-68	7	-62	-75	19	-10	22	-43	-12	-30	-30	-30	-38	-128	-103
Inne	0	-41	-19	-14	-74	12	-4	13	-21	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	1 769	-36	507	971	3 211	2 105	754	453	1 228	4 540	2 156	749	624	1 255	4 784	4 576
Zysk netto	1 386	-115	358	722	2 351	1 599	499	367	764	3 229	1 638	495	437	828	3 397	3 276

Źródło: BDM S.A., spółka, nie uwzględniamy wpływu efektu retroaktywnego na renegotiacji umowy z Gazpromem na poziomie EBITDA

Wyniki 3Q'17 były nieco słabsze r/r ze względu na presję w segmencie obrotu i q/q ze względu na sezonowość, ale należało tego oczekiwać. W 4Q'17 widzimy szansę na przełamanie negatywnej tendencji na poziomie skonsolidowanej EBITDA. Zwracamy uwagę na mocny wzrost cen gazu i ropy w ujęciu q/q i r/r (także w PLN, pomimo umocnienia krajowej waluty vs USD) – z jednej strony poprawia to wyraźnie warunki w segmencie E&P. Z drugiej przyczynia się to do presja kosztowej w Obrocie, przy czym zwracamy uwagę, że od początku 4Q'17 zniesiono taryfy dla przemysłu (jednocześnie wcześniej ograniczając regulacjami konkurencję w imporcie).

Wstępnie zakładamy w 4Q'17 wypracowanie EBITDA na poziomie 2,01 mld PLN (vs przed rokiem 1,71 mld PLN na wynikach raportowanych i 1,83 mld PLN po oczyszczeniu). Przy tym założeniu spodziewamy się, że raportowana EBITDA w 2017 roku wyniesie 7,27 mld PLN (a skorygowana o one-offy: 7,23 mld PLN). W przyszłym roku zakładamy EBITDA na poziomie 7,70 mld PLN (nasze prognozy zakładają zmiany w formule z Gazpromem dopiero po 2018, konserwatywnie nie przyjmujemy większego wpływu na rentowność z tego tytułu, aczkolwiek dostrzegamy spory potencjał do poprawy wyników segmentu Obrotu na tej bazie w dłuższym terminie). Zwracamy uwagę, że opublikowana na początku 2017 roku strategia spółki zakładała średniorocznie 5,6 mld PLN EBITDA do 2023 roku oraz 9,2 mld PLN docelowo w późniejszym okresie (zakładając pełne urynkwienie umów na dostawy gazu oraz rozbudowę potencjału w upstreamie). W dłuższym terminie zwracamy także uwagę na szansę jakie otwiera przed spółką w segmencie obrotu potencjał wzrostu popytu na gaz na rynku polskim m.in. na skutek zachodzących zmian wśród klientów indywidualnych (przechodzenie z węgla na gaz).

Nasze prognozy na 2017-18 są minimalnie poniżej konsensusu, przy czym zwracamy uwagę, że część prognoz tworzona była przed wynikami 3Q'17.

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2017P kons.	2017P BDM	odchyl.	2018P kons.	2018P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	34 665	35 878	3,5%	36 579	38 563	5,4%
EBITDA	7 393	7 266	-1,7%	7 928	7 704	-2,8%
EBIT	4 689	4 552	-2,9%	5 190	4 912	-5,4%
Zysk netto	3 463	3 229	-6,8%	3 684	3 397	-7,8%
Dług (gotówka) netto	-876	257	-	-1 509	-776	-
Marża EBITDA	21,3%	20,3%		21,7%	20,0%	
Marża EBIT	13,5%	12,7%		14,2%	12,7%	
Marża zysku netto	10,0%	9,0%		10,1%	8,8%	

Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2017P	2018P	zmiana r/r
2017-12-06	7 147	6 941	-2,9%
2017-12-01	7 432	8 361	12,5%
2017-11-30	7 416	8 090	9,1%
2017-11-10	6 812	7 395	8,6%
2017-10-19	7 559	7 495	-0,8%
2017-10-19	7 483	7 568	1,1%
2017-10-13	7 393	9 421	27,4%
2017-08-21	7 898	8 156	3,3%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ryzykiem dla wyceny spółki pozostaje (i pozostanie) potencjalne nierynkowe wykorzystanie dobrej pozycji bilansowej spółki. Przy 7-8 mld PLN EBITDA rocznie oraz braku zadłużenia netto, gotówka generowana przez spółkę jest łakomym kąskiem do zagospodarowania przez głównego właściciela. Przez ostatnie dwa lata spółka zaangażowała się przede wszystkim w ratowanie górnictwa. Na bok odłożono zapowiedzi podnoszenia nominału akcji w spółkach podlegających pod Ministerstwo Energii, których wymiernym efektem miała być konieczność zapłaty podatku (PGNiG ma bardzo wysoki poziom zysków zatrzymanych). Obowiązująca strategia zakłada wypłatę do 50% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy (naszym zdaniem potencjał jest sporo wyższy, jednak nie zakładamy, by miało dojść do zmiany polityki w tym zakresie).

Zwracamy jednocześnie uwagę, że obecny zarząd spółki optuje za odejściem od dominującej pozycji kierunku rosyjskiego w zakupach gazu, co w konsekwencji może zwiększyć ekspozycję spółki na upstream, ale też pozwoli wykorzystać gotówkę na inwestycje wewnątrz spółki. Preferowanym kierunkiem rozwoju upstreamu wydaje się być Norwegia. PGNiG posiada już od wielu lat aktywa wydobywcze w obszarze Morza Północnego. Według zapowiedzi zarządu, w 2022 roku PGNiG mógłby pozyskiwać własnymi siłami 2-2,5 mld m3 gazu (obecnie 0,5 mld m3) z tego kierunku. W koncepcji budowy połączenia gazowego Norwegia – Polska, główną rolę ma odgrywać Gaz-System (głównie chodzi o sfinansowania odcinka po dnie Bałtyku). PGNiG może ewentualnie przypaść tu rola sfinansowania jakieś części odcinka norweskiego.

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	37,84	35,81	36,29	37,20	37,72	38,43	39,39	40,05	40,69	41,30	41,66	41,88	41,94
Wartości niematerialne i prawne	1,11	1,14	1,08	1,01	0,96	0,92	0,88	0,85	0,83	0,81	0,79	0,77	0,76
Rzeczowe aktywa trwałe	33,53	32,97	33,15	34,02	35,21	36,44	37,44	38,13	38,79	39,43	39,80	40,03	40,11
Pozostałe aktywa trwałe	3,20	1,70	2,06	2,18	1,54	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Aktywa obrotowe	11,09	12,49	13,38	13,75	14,58	14,68	14,51	14,53	14,61	14,85	15,32	16,15	17,76
Zapasy	3,19	2,23	2,51	2,86	3,04	2,89	2,84	2,81	2,78	2,76	2,76	2,76	2,76
Należności krótkoterminowe	4,37	3,52	4,42	4,77	5,13	4,94	4,88	4,85	4,84	4,82	4,83	4,84	4,85
Inwestycje krótkoterminowe	3,53	6,73	6,45	6,12	6,40	6,85	6,79	6,88	6,99	7,27	7,73	8,55	10,16
-środki pieniężne i ekwiwalenty	2,96	6,02	5,83	5,50	5,78	6,22	6,16	6,25	6,36	6,64	7,11	7,93	9,53
Pozostałe aktywa obrotowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktywa razem	48,93	48,29	49,67	50,96	52,30	53,11	53,90	54,58	55,30	56,16	56,98	58,03	59,70
Kapitał (fundusz) własny	30,16	30,74	32,01	34,09	35,87	37,45	38,88	40,39	41,92	43,59	45,21	46,86	48,52
Udziały mniejszości	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania i rezerwy na zob.	18,76	17,55	17,66	16,87	16,42	15,66	15,01	14,18	13,38	12,56	11,77	11,17	11,18
Rezerwy na zobowiązania	6,38	4,54	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05
Zobowiązania długoterminowe	5,15	5,90	1,44	0,84	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
- w tym dług oprocentowany	5,07	5,80	1,35	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	5,43	5,44	9,59	9,40	9,70	8,94	8,29	7,46	6,65	5,84	5,04	4,44	4,45
- w tym dług oprocentowany	0,77	0,58	5,01	5,01	5,01	4,41	3,81	3,01	2,21	1,41	0,61	0,00	0,00
Pasywa razem	48,93	48,29	49,67	50,96	52,30	53,11	53,90	54,58	55,30	56,16	56,98	58,03	59,70
Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	34,30	36,46	33,20	35,88	38,56	37,13	36,68	36,45	36,40	36,23	36,30	36,35	36,43
EBITDA	6,35	6,08	5,97	7,27	7,70	7,51	7,40	7,36	7,35	7,53	7,56	7,58	7,62
EBIT	3,84	3,29	3,36	4,55	4,91	4,68	4,56	4,48	4,45	4,60	4,60	4,61	4,64
Saldo działalności finansowej	-0,35	-0,23	-0,08	-0,01	-0,13	-0,10	-0,08	-0,06	-0,04	-0,01	0,02	0,04	0,07
Inne	0,13	-0,05	-0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk (strata) brutto	3,63	3,01	3,21	4,54	4,78	4,58	4,48	4,42	4,41	4,59	4,62	4,66	4,71
Zyski (straty) mniejszości	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk (strata) netto	2,82	2,13	2,35	3,23	3,40	3,28	3,07	3,05	3,05	3,20	3,22	3,25	3,29
CF [mld PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	6,98	7,27	5,92	5,38	6,69	6,84	6,04	6,01	5,99	6,15	6,14	6,16	6,19
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,68	-3,15	-3,84	-3,81	-3,89	-3,96	-3,74	-3,48	-3,48	-3,48	-3,25	-3,11	-2,96
Przepływy z działalności finansowej	-3,17	-0,83	-2,27	-1,91	-2,52	-2,44	-2,36	-2,44	-2,40	-2,38	-2,43	-2,22	-1,63
Przepływy pieniężne netto	0,13	3,30	-0,19	-0,33	0,29	0,44	-0,06	0,09	0,11	0,28	0,46	0,82	1,60
Środki pieniężne na początek okresu	2,83	2,73	6,02	5,83	5,49	5,78	6,22	6,16	6,25	6,36	6,64	7,10	7,93
Środki pieniężne na koniec okresu	2,96	6,02	5,83	5,49	5,78	6,22	6,16	6,25	6,36	6,64	7,10	7,93	9,53

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-9%	8%	7%	-4%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-2%	22%	6%	-3%	-1%	-1%	0%	2%	0%	0%	1%
EBIT zmiana r/r	2%	35%	8%	-5%	-3%	-2%	-1%	3%	0%	0%	1%
Zysk netto zmiana r/r	10%	37%	5%	-4%	-6%	-1%	0%	5%	1%	1%	1%
Marża EBITDA	18,0%	20,3%	20,0%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,8%	20,8%	20,9%	20,9%
Marża EBIT	10,1%	12,7%	12,7%	12,6%	12,4%	12,3%	12,2%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Marża brutto	9,7%	12,7%	12,4%	12,3%	12,2%	12,1%	12,1%	12,7%	12,7%	12,8%	12,9%
Marża netto	7,1%	9,0%	8,8%	8,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%
ROE	7,3%	9,5%	9,5%	8,7%	7,9%	7,5%	7,3%	7,3%	7,1%	0,0%	0,0%
ROA	4,7%	6,3%	6,5%	6,2%	5,7%	5,6%	5,5%	5,7%	5,6%	0,0%	0,0%
Dług	6,35	5,75	5,01	4,41	3,81	3,01	2,21	1,41	0,61	0,00	0,00
D / (D+E)	12,8%	11,3%	9,6%	8,3%	7,1%	5,5%	4,0%	2,5%	1,1%	0,0%	0,0%
D / E	14,7%	12,7%	10,6%	9,0%	7,6%	5,8%	4,2%	2,6%	1,1%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-2,2%	-0,3%	-2,6%	-2,2%	-1,8%	-1,4%	-0,8%	-0,2%	0,4%	1,0%	1,4%
Dług / kapitał własny	19,8%	16,9%	14,0%	11,8%	9,8%	7,4%	5,3%	3,2%	1,3%	0,0%	0,0%
Dług netto	0,5	0,3	-0,8	-1,8	-2,4	-3,2	-4,2	-5,2	-6,5	-7,9	-9,5
Dług netto / kapitał własny	1,6%	0,8%	-2,2%	-4,9%	-6,1%	-8,0%	-9,9%	-12,0%	-14,4%	-16,9%	-19,6%
Dług netto / EBITDA	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,3
Dług netto / EBIT	0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,7	-2,1
EV	34,7	34,4	33,4	32,3	31,8	30,9	30,0	28,9	27,6	26,2	24,6
Dług / EV	18,3%	16,7%	15,0%	13,6%	12,0%	9,7%	7,4%	4,9%	2,2%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	8,9%	9,8%	10,2%	10,8%	10,4%	9,7%	9,7%	9,8%	9,1%	8,7%	8,3%
CAPEX / Amortyzacja	113,5%	129,4%	141,1%	142,1%	133,6%	123,0%	122,0%	121,0%	112,1%	107,2%	102,2%
Amortyzacja / Przychody	8%	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Zmiana KO / Przychody	0%	3%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-3%	34%	10%	14%	14%	18%	45%	17%	3%	3%	0%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	14,5	10,6	10,1	10,4	11,1	11,2	11,2	10,7	10,6	10,5	10,4
P/BV*	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/CE*	6,9	5,7	5,5	5,6	5,8	5,8	5,7	5,6	5,5	5,5	5,4
EV/EBITDA*	5,8	4,7	4,3	4,3	4,3	4,2	4,1	3,8	3,7	3,5	3,2
EV/EBIT*	10,3	7,6	6,8	6,9	7,0	6,9	6,7	6,3	6,0	5,7	5,3
EV/S*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
BVPS	5,5	5,9	6,2	6,5	6,7	7,0	7,3	7,5	7,8	8,1	8,4
EPS	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
CEPS	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
DPS	0,18	0,20	0,28	0,29	0,28	0,27	0,26	0,26	0,28	0,28	0,28
Payout ratio**	49,8%	49,1%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 5,91 PLN, ** do skonsolidowanego zysku netto

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	6,55	Trzymaj	4,66	08.12.2016	08:45 CEST	5,91	62 165
Trzymaj	4,66	Redukuj	4,52	17.11.2016	08:55 CEST	4,80	47 635
Redukuj	4,52	Redukuj	4,70	01.02.2016		5,11	44 050
Redukuj	4,70	Sprzedaj	5,54	04.12.2015		5,15	46 544
Sprzedaj	5,54	-	-	03.09.2015		6,61	50 808

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'17:

Kupuj	6	38%
Akumuluj	4	25%
Trzymaj	4	25%
Redukuj	2	13%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 08.12.2017 roku (08:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.12.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 08.12.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.