

PGNiG

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 6,55 PLN

12 MARZEC 2018, 12:40 CEST

Po dobrym zachowaniu kursu w grudniu i styczniu, notowania PGNiG wróciły w okolice 6,0 PLN, czyli poziomów, przy których wydawaliśmy ostatnią rekomendację (08/12/2017, Akumuluj z ceną docelową 6,55 PLN). Spółka pokazała już wstępne wyniki za 4Q'17. Oczyszczona EBITDA nieznacznie wzrosła o 1% r/r. Oznacza to lekką poprawę względem poprzednich kwartałów (w 2Q'17 i 3Q'17 spółka notowała erozję r/r). Inwestorów mogły jednak rozczarować słabe wyniki w segmencie Obrotu oraz styczniowa obniżka taryf dystrybucyjnych. Zwracamy jednocześnie uwagę, że trudno wyobrazić sobie, by segment Obrotu generował ujemną roczną EBITDA w długim terminie: i) krajowy rynek został w ostatnim czasie uregulowany pod kątem pozycji PGNiG, ii) zbliża się termin rozstrzygnięcia w sprawie zmiany formuły cenowej w kontrakcie jamalskim. Natomiast w obszarze Dystrybucji zakładamy, że obniżenie taryf (głównie pochodna relatywnie niskich rentowności obligacji w latach 2016-17) jest przejściowe. Zwracamy także uwagę, że wyniki Wydobywania w 2018 roku powinny być wspierane przez wyższe ceny węglowodorów. Uważamy, że obecne poziomy są atrakcyjne do ponowienia naszej rekomendacji Akumuluj. Utrzymujemy cenę docelową na poziomie 6,55 PLN. Zwracamy uwagę, że wycena nie uwzględnia potencjalnego one-off'a w postaci potencjalnej płatności retroaktywnej w arbitrażu z Gazpromem.

URE obniżyło taryfę PSG w dystrybucji o ponad 7% (poprzednia obowiązywała aż od 2014 roku). To nieco więcej niż się spodziewaliśmy (w poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy obniżkę o 4%). Przy stałej bazie kosztowej, 1% obniżki to około 40-50 mln PLN mniej EBITDA w skali roku. Zwracamy jednocześnie uwagę, że jednym z czynników decydujących o poziomie taryfy jest rentowność obligacji 10Y - taryfa budowana jest na bazie kosztu + zwrot z kapitału (WACC x WRA). Obecnie jesteśmy już w fazie wzrostowej rentowności na rynku obligacji - kolejne taryfy powinny być dla spółki korzystniejsze.

Na ostatnią dekadę marca'18 przewidziane jest finalne posiedzenie Sądu Arbitrażowego w Sztokholmie w sprawie sporu z Gazpromem dotyczącego poziomu cen gazu (sprawa w różnej formule ciągnie się od 4Q'14). Z ostatnich wypowiedzi prezesa PGNiG wynika, że na przestrzeni następnych kilku tygodni powinna być znana ostateczna decyzja sądu. Od 4Q'12 formuła cenowa oparta jest na kombinacji 9M-średniej ceny wybranych produktów ropopochodnych oraz rynkowej ceny gazu w Europie Zachodniej. Nowa formuła powinna zmierzać w kierunku większego urynkowania, dodatkowo za okres od 4Q'14 ceny dostaw zostaną jeszcze raz przeliczone (szacujemy, że szczególnie w okresie do 2Q'16 ceny mogły być wyraźnie wyższe niż, gdyby były w większym stopniu urynkowane, co powinno skutkować płatnością retroaktywną na rzecz PGNiG).

Spółka pokazała już wstępne wyniki za 4Q'17 (publikacja pełnego raportu przewidziana jest na 14 marca). Skorygowana o one-offy EBITDA wyniosła 1,84 mld PLN vs 1,83 mld PLN rok wcześniej. Jeszcze pod koniec 2017 roku spodziewaliśmy się nieco lepszego wyniku, jednak dość słabo wypadł segment Obrotu. Poprawa r/r możliwa była głównie ze względu na bardzo dobry wynik Wydobywania. Wynik raportowane obciążone są przez one-offy, o których spółka informowała w styczniu. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach nadal najmocniej do wyników będzie kontrybuował segment wydobywczy. Słabszej r/r EBITDA w 2018 roku oczekujemy w Dystrybucji (przy czym zwracamy uwagę, że obniżka efektywnie wchodzi w życie dopiero w marcu). Porównywalnego r/r wyniku spodziewamy się w Wytwarzaniu, natomiast lekką poprawę zakładamy w Obrocie. Per saldo prognozujemy poziom oczyszczonej EBITDA na 7,6 mld PLN (vs niepełna 7,1 mld PLN w 2017 roku). W dłuższym terminie zwracamy uwagę na szanse 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. 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. Gotówka generowana przez spółkę może być łakomym kąskiem do zagospodarowania przez głównego właściciela. Przez ostatnie dwa lata spółka zaangażowała się przede wszystkim w ratowanie górnictwa. 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).

	2015	2016	2017E***	2018P	2019P	2020P
Przychody [mld PLN]	36,46	33,20	35,86	37,31	36,12	35,15
EBITDA skoryg. [mld PLN]*	6,74	6,58	7,07	7,62	7,46	7,41
EBITDA [mld PLN]	6,08	5,97	6,55	7,62	7,46	7,41
EBIT [mld PLN]	3,29	3,36	3,88	4,87	4,69	4,62
Zysk netto [mld PLN]	2,13	2,35	2,89	3,43	3,35	3,20
Dług netto [mld PLN]	0,36	0,52	0,76	-0,60	-1,61	-2,26
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	1,45	1,72	1,67
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	16,9	15,1	12,2	10,3	10,6	11,1
EV/EBITDA skoryg.	5,4	5,5	5,1	4,6	4,5	4,5
EV/EBITDA	6,0	6,0	5,5	4,6	4,5	4,5
EV/EBIT	11,1	10,7	9,3	7,1	7,2	7,2
DPS	0,20	0,18	0,20	0,25	0,30	0,29

*wynik oczyszczony (oprócz spisanej sejsmiki), **z akwizycjami i finansowaniem jedn. stowarzyszonych, ***na bazie wyników szacunkowych opublikowanych przez spółkę 13/02/2018

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.

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

Wycena DCF [PLN]	6,46
Wycena porównawcza [PLN]	6,76
Wycena końcowa [PLN]	6,55
Potencjał do wzrostu / spadku	7%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	6,13
Kapitalizacja [mln PLN]	35 421
Ilość akcji [mln. szt.]	5 778
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,94
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,81
Stopa zwrotu za 3 mc	3,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-8,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-1,5%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	71,9%
Pozostali	28,1%

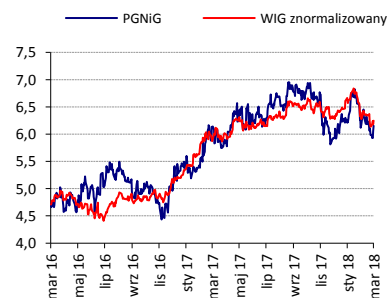
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
SKONSOLIDOWANE WYNIKI KWARTALNE	8
POSZUKIWANIE I WYDOBYCIE	10
OBRÓT I MAGAZYNOWANIE	11
DYSTRYBUCJA	13
WYTWARZANIE.....	13
PROGNOZA WYNIKÓW	14
DANE FINANSOWE	18

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 2018-2027 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,46 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 6,76 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,55 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	6,46
Wycena metodą porównawczą	30%	6,76
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 (finalnej) rozprawy przed sądem arbitrażowym to ostatnia dekada marca tego roku. Oczekiwany termin rozstrzygnięcia arbitrażu przesuwany był już kilkakrotnie. Okienko negocjacyjne trwa już od listopada 2014 (w 2017 roku uruchomiono już także kolejne okienko negocjacyjne przysługujące co 3 lata). Za cały ten okres jednej ze stron może przysługiwać płatność retroaktywna (jednorazowy wpływ gotówki wyrównujący cenę do nowej formuły), jeśli dojdzie do zmian w formule. W 2012 roku PGNiG otrzymał ok. 3 mld PLN (na mocy dojścia do porozumienia z Gazpromem i aneksu do umowy).

Dla przypomnienia zawarty w 1996 roku kontrakt jamalski na dostawy gazu do Polski zawarty pomiędzy PGNiG a Gazpromem obowiązuje do końca 2022 roku i po aneksie z 2010 roku obejmuje obecnie 10,2 mld m³ gazu rocznie, przy czym formuła take-or-pay dotyczy 85% tej wielkości (8,7 mld m³). PGNiG nie ujawnia po jakiej cenie kupuje rosyjski gaz. Formuła ceny gazu w kontrakcie jamalskim od października 2012 opiera się na dwóch elementach (nie ujawniono w jakich proporcjach):

- 9-miesięcznej średniej notowań produktów ropopochodnych, skorelowanej z notowaniami ropy naftowej w blisko 100%.
- cenach gazu na płynnym rynku zachodnioeuropejskim.

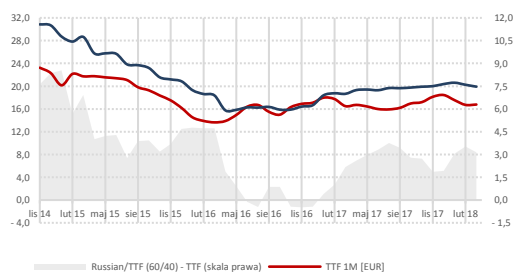
Na bazie porozumienia z 2012 roku i jego wpływu w tamtym okresie na wynik finansowy PGNiG oraz notowań ropopochodnych (ropa oraz ciężki i lekki olej opałowy) a także cen gazu na TTF w 2012 roku, szacujemy, że obowiązująca od tego czasu formuła może mieć profil bliski 60% ropopochodne (m.in. lekki i ciężki olej opałowy) / 40% gaz europejski.

Dostarczony od listopada 2014 do końca 2017 roku wolumen gazu z Gazpromu to ok. 29 mld m³, czyli ok. 321 mln MWh. Do końca 1Q'18 liczba ta może wzrosnąć do ok. 31-32 mld m³ (340-350 mln MWh). Każda korekta średniej ceny o 1 EUR/MWh oznaczać więc może 340 mln EUR płatności. Trudno powiedzieć jak będzie wyglądać nowa formuła PGNiG. W wycenie obecnie konserwatywnie nie uwzględniamy potencjalnej płatności retroaktywnej (znakiem zapytania jest dla nas np. kwestia późniejszej redystrybucji tej płatności), natomiast w modelu przyjmujemy przejście na formułę cenową opartą w 66% na TTF od 3Q'18 oraz 100% TTF od 2023 roku (w 2022 wygasa długoterminowy kontrakt z Gazpromem – zakładamy, że gaz w kolejnych latach będzie kupowany na zasadach rynkowych albo z Rosji albo z innego źródła).

Informacje prasowe które dotyczyły cen w kontrakcie PGNiG z Gazpromem od 2014 roku:

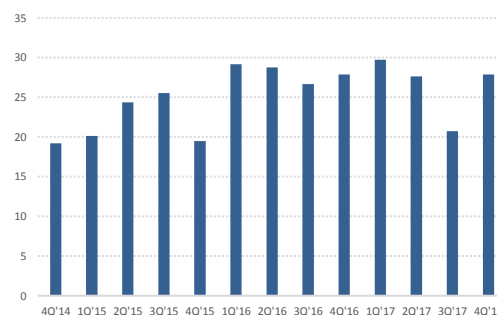
- agencja Interfax informowała, że cena gazu dostarczanego z Rosji do Polski wynosiła w 2013 roku średnio 429 USD/1000 m³ a w 2014 roku 379 USD/1000 m³ (odpowiednio dla Niemiec było to 366 i 325 USD/1000 m³) [link1](#)
- w październiku 2016 prezydent Rosji W. Putin informował, że Polska kupuje gaz po 185 USD/1000 m³, w tym samym czasie rosyjska Federalna Służba Celna podawała, że średnia cena rosyjskiego gazu dla obszaru Europa+Turcja wynosiła 170 USD/1000 m³; ceny w tym okresie były niższe niż na rynku TTF (mocne zniżki cen ropy wpłynęły na benchmark do cen kontraktowych) [link2](#)
- Zwracamy także uwagę na wykres cenowy kontraktów gazowych publikowany przez Komisję Europejską (s. 24-25: [link3](#)) – ceny w typowych kontraktach typu „oil-indexed” jak Rosja-Łotwa czy Algieria-Włochy w okresie 2014, 2015 oraz częściowo 2016 i 2017 roku były wyższe niż ceny na rynku TTF

Modelowe ceny gazu z Rosji vs kontrakt TTF 1M [EUR/MWh]



Źródło: BDM S.A., spółka, * cena oparta w 60% na Bloomberg Russian Proxy (9-miesięczna średnia cena ropopochodnych - wzór wg Bloomberg) oraz 40% na kontrakcie TTF 1M

PGNiG - wolumen importu gazu z kierunku wschodniego [mln MWh]



Źródło: BDM S.A., spółka

Proгноза podstawowych danych

Podstawowe dane:	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Brent [usd/bbl]	108,8	99,1	52,4	44,1	54,3	63,6	60,0	57,7	56,5	56,0	56,1	56,4	56,5	56,5	56,5
USD/PLN (średni)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,78	3,41	3,37	3,31	3,22	3,22	3,22	3,22	3,22	3,22	3,22
EUR/PLN (średni)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,23	4,31	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Taryfa gazowa [PLN/Mwh]															
Klienci przemysłowi	114	116	102	79	86	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Klienci detaliczni	105	119	114	100	94	94	91	88	87	87	85	-	-	-	-
Gaz rynek TGE [PLN/Mwh]															
spot	117	94	89	68	80	89	79	76	74	74	73	73	73	73	73
1M	112	96	89	67	81	85	79	76	74	74	73	73	73	73	73
Gaz rynek TTF															
1M [EUR/MWh]	27	21	20	14	17	18	17	16	16	16	16	16	16	16	16
1M [PLN/MWh]	112	90	83	61	73	76	73	70	69	69	69	69	69	69	69
Gazprom kontrakt szac.:*															
PLN/1000 m3	1 486	1 423	1 171	780	862	924	864	819	793	788	749	749	749	749	749
PLN/MWh	140	134	110	73	81	87	81	77	75	74	71	71	71	71	71
LNG rynek azjatycki [USD/mmbtu]	16,5	16,4	9,4	6,2	7,8	9,6	9,1	8,7	8,5	8,4	8,4	8,5	8,5	8,5	8,5

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, *zakładamy zmianę formuły w 2018 roku i następnie w 2023 przejście na całkowicie rynkowe ceny gazu

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 12 marzec 2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 37,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,46 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mld PLN]	37,31	36,12	35,15	34,68	34,61	34,28	34,36	34,41	34,47	34,52
EBIT oczyszczony [mld PLN], w tym:	4,87	4,69	4,62	4,62	4,63	4,67	4,67	4,67	4,70	4,68
Poszukiwanie i Wydobywanie	3,44	3,02	2,78	2,66	2,64	2,57	2,58	2,58	2,58	2,57
Obrót i Magazynowanie	-0,24	-0,09	0,09	0,23	0,24	0,35	0,35	0,36	0,36	0,36
Dystrybucja	1,39	1,50	1,53	1,55	1,56	1,57	1,57	1,57	1,59	1,58
Wytwarzanie	0,51	0,50	0,45	0,43	0,43	0,42	0,42	0,42	0,43	0,43
Pozostałe/Eliminacje	-0,24	-0,24	-0,24	-0,25	-0,25	-0,25	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27
Stopa podatkowa*	16,0%	16,4%	30,3%	29,6%	29,5%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%
Podatek od EBIT [mld PLN]	0,78	0,77	1,40	1,37	1,36	1,37	1,37	1,37	1,38	1,37
NOPLAT [mld PLN]	4,09	3,92	3,22	3,25	3,26	3,30	3,30	3,31	3,32	3,31
Amortyzacja [mld PLN]	2,75	2,77	2,80	2,83	2,85	2,88	2,91	2,92	2,93	2,97
CAPEX [mld PLN]	-3,94	-4,02	-3,80	-3,54	-3,54	-3,55	-3,32	-3,21	-3,07	-3,10
Inwestycje kapitałowe [mld PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]	-0,06	0,10	0,14	0,08	0,03	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF [mld PLN]	2,85	2,78	2,36	2,62	2,61	2,67	2,89	3,02	3,18	3,17
DFCF [mld PLN]	2,66	2,39	1,87	1,91	1,75	1,64	1,63	1,56	1,51	1,38
Suma DFCF [mld PLN]	18,31									
Wartość rezydualna [mld PLN]	41,76		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN]	18,21									
Wartość firmy EV [mld PLN]	36,52									
Dług netto 2017P [mld PLN]	0,76									
Inne aktywa [mld PLN]	1,58									
Wartość kapitału [mld PLN]	37,34									
Ilość akcji [mld szt.]	5,78									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,46									

*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	4,0%	-3,2%	-2,7%	-1,3%	-0,2%	-0,9%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	10,8%	-3,8%	-1,5%	0,1%	0,1%	0,9%	0,0%	0,1%	0,6%	-0,4%
FCF zmiana r/r	53,9%	-2,3%	-15,2%	11,3%	-0,7%	2,3%	8,4%	4,3%	5,6%	-0,4%
Marża EBITDA	20,4%	20,7%	21,1%	21,5%	21,6%	22,0%	22,1%	22,1%	22,1%	22,2%
Marża EBIT	13,1%	13,0%	13,1%	13,3%	13,4%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Marża NOPLAT	11,0%	10,9%	9,2%	9,4%	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
CAPEX / Przychody	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
CAPEX / Amortyzacja	143%	145%	136%	125%	124%	123%	114%	110%	105%	105%
Zmiana KO / Przychody	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4%	8%	15%	18%	40%	9%	3%	3%	0%	0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	90,4%	91,7%	92,9%	94,5%	96,0%	97,5%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Udział kapitału obcego	9,6%	8,3%	7,1%	5,5%	4,0%	2,5%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	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	6,15	6,45	6,83	7,31	7,94	8,80	10,03	11,97	15,47
	0,8	5,85	6,12	6,44	6,85	7,38	8,08	9,06	10,53	12,98
	0,9	5,58	5,81	6,09	6,44	6,89	7,47	8,26	9,40	11,20
	1,0	5,33	5,53	5,78	6,08	6,46	6,95	7,60	8,50	9,86
	1,1	5,10	5,28	5,50	5,76	6,09	6,50	7,03	7,77	8,82
	1,2	4,89	5,05	5,24	5,47	5,75	6,10	6,55	7,15	7,99
	1,3	4,70	4,84	5,01	5,21	5,46	5,76	6,14	6,63	7,31

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%	6,48	6,83	7,27	7,84	8,60	9,66	11,25	13,90	19,21
	4%	5,85	6,12	6,44	6,85	7,38	8,08	9,06	10,53	12,98
	5%	5,33	5,53	5,78	6,08	6,46	6,95	7,60	8,50	9,86
	6%	4,89	5,05	5,24	5,47	5,75	6,10	6,55	7,15	7,99
	7%	4,52	4,65	4,80	4,98	5,19	5,45	5,77	6,19	6,74
	8%	4,20	4,30	4,42	4,56	4,73	4,92	5,16	5,46	5,85
	9%	3,92	4,01	4,10	4,21	4,34	4,49	4,68	4,90	5,18

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%	10,11	9,55	9,05	8,60	8,19	7,82	7,48	7,17	6,89
	4%	8,89	8,32	7,82	7,38	6,98	6,63	6,31	6,02	5,75
	5%	7,94	7,38	6,89	6,46	6,09	5,75	5,46	5,19	4,95
	6%	7,17	6,63	6,16	5,75	5,40	5,09	4,81	4,56	4,34
	7%	6,54	6,02	5,57	5,19	4,86	4,56	4,31	4,08	3,87
	8%	6,02	5,51	5,09	4,73	4,41	4,14	3,90	3,69	3,50
	9%	5,57	5,09	4,68	4,34	4,05	3,79	3,57	3,37	3,20

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 39,1 mld PLN mln PLN, co odpowiada 6,76 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	13,2	13,1	12,8	11,8	11,8	11,7
Gas Natural	14,4	13,5	12,9	7,2	6,9	6,7
Enagas	11,8	12,2	11,1	9,5	9,5	8,9
Endesa	13,1	12,6	11,4	6,9	6,9	6,8
E.On	13,6	12,4	11,8	6,4	6,2	4,7
Engie	13,0	12,0	11,3	5,4	5,1	4,8
Transgaz	12,0	13,3	12,4	6,2	7,4	5,8
Hera	16,3	16,2	15,9	6,8	6,8	6,6
Centrica	10,6	10,9	10,6	4,6	4,7	4,6
Uniper	14,8	13,3	10,8	7,6	7,0	5,6
Enea	4,6	4,3	5,1	3,6	3,4	3,5
Energa	5,4	5,5	6,1	4,1	4,0	4,5
ENI	15,6	15,0	14,6	3,7	3,6	3,4
Romgaz	9,0	7,8	7,1	5,3	4,9	4,7
Shell	10,6	10,1	9,5	4,7	4,5	4,3
BP	10,7	10,1	9,1	4,0	3,8	3,5
Total	11,8	11,5	10,9	5,2	4,9	4,8
Statoil	15,2	14,4	13,2	3,6	3,3	2,9
Gazprom	3,8	3,8	3,3	3,3	3,4	2,6
Mediana	11,9	12,1	11,0	5,4	5,0	4,8
PGNiG	12,2	10,3	10,6	5,5	4,6	4,5
Premia/dyskonto	3,1%	-14,5%	-3,8%	3,0%	-8,9%	-4,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	7,05	6,99	6,09	7,18	6,75	6,49
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		6,71			6,81	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	6,76					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

SKONSOLIDOWANE WYNIKI KWARTALNE

Wybrane dane kwartalne**

	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17E***
USD/PLN	3,37	3,73	3,70	3,77	3,89	3,96	3,87	3,89	4,06	4,06	3,83	3,63	3,60
EUR/PLN	4,21	4,19	4,09	4,19	4,26	4,36	4,37	4,34	4,38	4,32	4,22	4,26	4,23
Ropa Brent [USD/bbl]	76,7	53,9	62,1	50,2	43,5	34,5	46,0	45,8	50,1	54,0	50,2	51,7	61,4
USA [Henry Hub, spot] [EUR/MWh]	10,2	8,7	8,4	8,4	6,6	6,1	6,4	8,7	9,6	9,6	9,4	8,5	8,4
TTF [Holandia, spot] [EUR/MWh]	22,9	21,2	20,7	19,8	17,3	12,6	13,1	13,1	17,3	18,3	15,5	15,9	19,3
Polska [TGE, spot] [EUR/MWh]	26,3	23,4	22,7	20,9	18,2	14,8	14,5	14,4	18,5	19,8	17,3	17,4	20,9
Polska [TGE, spot] [PLN/MWh]	110,8	98,0	92,7	87,7	77,7	64,5	63,2	62,3	81,1	85,7	72,8	74,0	88,3
Polska [TGE, 1M] [PLN/MWh]	112,9	98,0	90,2	88,6	79,6	62,2	61,2	62,8	81,8	85,3	71,9	74,2	90,9
Taryfa W 1.1 (detal) [PLN/MWh]	119,5	116,2	116,2	113,7	108,7	104,9	99,3	98,3	98,3	95,6	93,9	93,9	93,9
Dane operacyjne													
Wydobycie gazu [mln m3]	1 132	1 185	1 109	1 137	1 198	1 179	1 083	1 032	1 165	1 186	1 036	1 123	1 176
Wydobycie ropy [tys t]	271	386	317	367	358	348	328	298	344	346	270	313	329
Sprzedaż gazu [mln m3]	6 797	7 721	4 803	3 936	6 541	7 972	4 709	4 250	7 342	8 865	5 602	4 594	8 046
- w tym przez TGE [mln m3]	2 576	2 940	1 588	1 164	2 639	3 450	1 620	1 220	2 840	3 300	1 480	1 110	2 590
Przychody [mln PLN]													
Poszukiwanie i Wydobycie	1 212	1 217	1 316	1 179	1 143	1 351	1 232	1 119	1 586	1 851	1 294	1 270	1 733
Obrót/magazynowanie	10 219	11 190	6 634	5 296	8 623	9 620	5 262	4 725	8 573	9 932	5 887	5 051	9 697
Dystrybucja	1 181	1 316	1 078	1 030	1 160	1 397	1 065	1 037	1 416	1 469	1 141	1 085	1 373
Wytwarzanie	617	688	343	239	617	742	381	315	757	859	408	262	748
Pozostałe	90	88	73	89	74	80	105	95	82	72	87	98	73
Eliminacje	-1 711	-2 004	-1 549	-1 528	-1 849	-2 210	-1 675	-1 591	-2 268	-2 531	-1 654	-1 691	-2 654
Koszty [mln PLN]													
Zużycie surowców i materiałów	8 027	8 837	4 887	3 770	6 721	7 636	3 620	3 281	6 207	7 392	4 327	3 600	6 999
Świadczenia pracownicze	823	698	583	525	908	545	639	611	780	640	672	590	793
Amortyzacja	600	664	723	686	717	672	665	619	658	695	640	661	671
Usługi obce	818	523	755	583	813	521	620	639	1 057	655	674	709	1 132
Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby	-313	-206	-229	-206	-311	-163	-161	-202	-342	-159	-229	-219	-248
Pozostałe koszty operacyjne netto	773	317	229	320	868	48	913	234	738	355	313	316	1 005
EBIT													
	759	1 662	947	627	54	1 721	73	519	1 047	2 074	768	418	618
EBITDA [mln PLN]													
Poszukiwanie i Wydobycie	208	878	664	767	117	879	17	653	657	1 376	863	797	830
Obrót/magazynowanie	482	619	205	-66	-135	423	8	-141	324	358	-268	-280	-273
Dystrybucja	517	521	697	596	524	758	665	542	594	692	691	581	530
Wytwarzanie	154	310	102	5	262	362	88	110	199	409	170	23	240
Pozostałe	-12	-1	6	13	-6	-33	-43	-32	-78	-66	-54	-42	-39
Eliminacje	10	-1	-4	-2	8	4	2	5	11	0	5	1	1
EBITDA skoryg. [mln PLN]*													
	1 809	2 306	1 708	1 311	1 409	2 228	1 396	1 125	1 826	2 804	1 350	1 065	1 848
Poszukiwanie i Wydobycie	589	878	727	746	537	879	727	688	735	1 376	785	763	1 024
Obrót/magazynowanie	551	599	180	-47	84	258	-43	-115	292	393	-247	-281	91
Dystrybucja	517	521	697	596	524	758	665	542	594	692	691	581	530
Wytwarzanie	154	310	102	5	262	362	88	37	272	409	170	44	240
Pozostałe	-12	-1	6	13	-6	-33	-43	-32	-78	-66	-54	-42	-39
Eliminacje	10	-1	-4	-2	8	4	2	5	11	0	5	1	1
Saldo finansowe	-131	-72	14	-96	-70	48	-68	7	-62	19	-10	22	-45
Inne	129	0	0	-51	0	0	-41	-19	-14	12	-4	13	35
Zysk brutto	757	1 590	961	480	-17	1 769	-36	507	971	2 105	754	453	608
Zysk netto	688	1 243	621	291	-21	1 386	-115	358	722	1 599	499	367	427

Źródło: BDM S.A., spółka, *wyniki skorygowane o odpisy/odwrócenia odpisów w E&P (poza sejsmiką), 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”.

***w oparciu o wyniki szacunkowe opublikowane przez spółkę 13/02/2018 o szacunkowe dane operacyjne z 23/01/2018

Szacunkowe wyniki skonsolidowane za 4Q'17

	4Q'16	4Q'17E	zmiana r/r	4Q'17P BDM*	odchyl	2016	2017E	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	10 146	10 970	8,1%	11 392	-3,7%	33 196	35 862	8,0%
EBITDA skoryg.	1 825	1 838	0,7%	1 849	-0,6%	6 574	7 068	7,5%
EBITDA	1 706	1 290	-24,4%	1 319	-2,2%	5 974	6 546	9,6%
Poszukiwanie i Wydobywanie	657	830	26,4%	708	17,3%	2 206	3 866	75,3%
Obrót/Magazynowanie	324	-273	-184,2%	-77	254,4%	614	-462	-175,3%
Dystrybucja	594	530	-10,8%	501	5,7%	2 559	2 493	-2,6%
Wytwarzanie	199	240	20,8%	234	2,7%	759	842	10,9%
Pozostałe/Eliminacje	-68	-38	-	-48	-	-164	-194	18,1%
EBIT	1 048	618	-41,0%	647	-4,4%	3 360	3 878	15,4%
Zysk (strata) brutto	972	608	-	581	4,7%	3 211	3 920	22,1%
Zysk (strata) netto	721	427	-40,8%	408	4,6%	2 352	2 892	22,9%
Marża EBITDA	16,8%	11,8%		11,6%		18,0%	18,3%	
Marża EBIT	10,3%	5,6%		5,7%		10,1%	10,8%	
Marża zysku netto	7,1%	3,9%		3,6%		7,1%	8,1%	

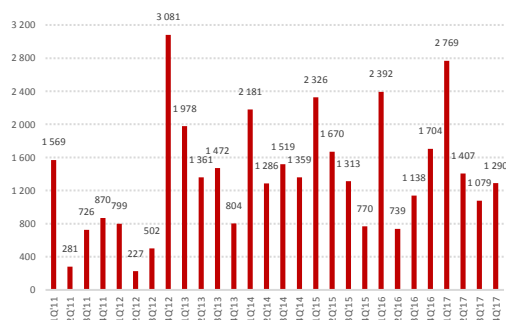
Źródło: BDM S.A., spółka, *wg prognoz kwartalnych dla sektora Oil&Gas z 24/01/2018

Spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 4Q'17 w dniu 13 lutego 2018, wcześniej publikowano także dane o wolumenach oraz odpisach. Rezultaty finansowe były zbliżone do naszych oczekiwań ze stycznia'18 (po publikacji wybranych danych wolumenowych) oraz niższe niż spodziewaliśmy się w grudniu'17 (w ostatniej rekomendacji zakładaliśmy 2,0 mld PLN oczyszczonej EBITDA w 4Q'17). Wyniki raportowane zostały obciążone przez odpisy (spółka informowała o nich już wcześniej, głównie dotyczyły one Poszukiwań/Wydobywania - spisane aktywa oraz Obrótu - zmiana modelu biznesowego bloku energetycznego w Wierchowicach). Dodatkowo w obszarze Poszukiwań i Wydobywania poziom spisanej sejsmiki wyniósł -246 mln PLN (sejsmiki i odwiertów negatywnych nie uznajemy jako koszt jednorazowy – wydatki te pojawiają się regularnie i są związane z działalnością operacyjną, rok temu w 4Q'16 koszty te wynosiły -237 mln PLN).

W przekroju segmentowym pozytywnie zaskoczył wynik Wydobywania (1,02 mld PLN oczyszczonej EBITDA v s 0,73 mld PLN rok temu – wzrost na bazie wyższych cen węglowodorów), rozczarował natomiast Obrót (jedynie 0,09 mld PLN oczyszczonej EBITDA vs 0,33 mld PLN rok temu).

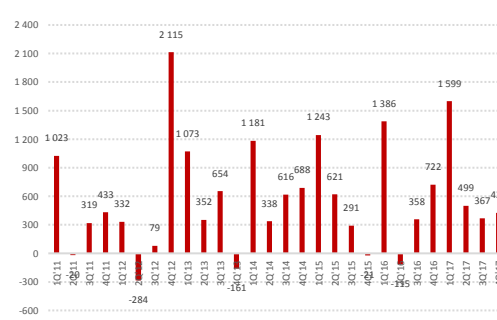
Spoglądając na wolumeny - sprzedaż gaz w całej grupie wzrosła w 4Q'17 o 10% r/r z 7,3 mld m3 do 8,1 mld m3 (przy tym wzrosła sprzedaż przede wszystkim w PGNiG S.A., a także w PST, spadła natomiast w PGNiG OD). Import z Rosji oraz LNG były na podobnym poziomie r/r, pojawiły się natomiast większe wolumeny zakupów z innych kierunków. Sezonowo spadły zapasy q/q (poziom z końca kwartału jest trochę wyższy r/r). Spadek wolumenu o 4% r/r odnotowano w Dystrybucji. Wydobywanie gazu wzrosło o 1% r/r a ropy spadło o 4%.

Raportowana EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

POSZUKIWANIE I WYDOBYCIE

Poszukiwanie i wydobywanie: wyniki segmentu [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17E	2016	2017E	2018P
Przychody	1 119	1 588	1 851	1 294	1 270	1 733	5 290	6 148	6 636
- w tym wewn. PGNiG	516	794	888	620	639	899	2 514	3 046	3 306
Zużycie surowców i materiałów	88	113	114	75	75	75	358	338	348
Świadczenia pracownicze	194	233	190	195	172	229	876	785	832
Usługi obce	182	240	192	185	205	441	791	1 023	971
Inne	1	345	-21	-23	22	158	1 058	136	-128
EBITDA	653	657	1 376	863	797	830	2 206	3 866	4 612
EBITDA skoryg. *	688	735	1 376	785	763	1 024	3 029	3 948	4 612
Amortyzacja	236	255	292	257	258	274	1 068	1 081	1 173
CAPEX	359	385	249	274	302	534	1 314	1 359	1 500
Wydobycie gazu [mln m3]	1 032	1 165	1 186	1 036	1 123	1 176	4 457	4 521	4 502
Wydobycie ropy [tys ton]	298	344	346	270	313	329	1 318	1 258	1 323
- udział ropy [jako boe]	24,8%	25,2%	25,0%	22,8%	24,0%	24,2%	25,2%	24,0%	25,0%
Przychody/boe [USD]	33	39	47	39	37	48	35	43	50
Koszty/boe [USD]*	13	21	12	15	15	20	15	15	15

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

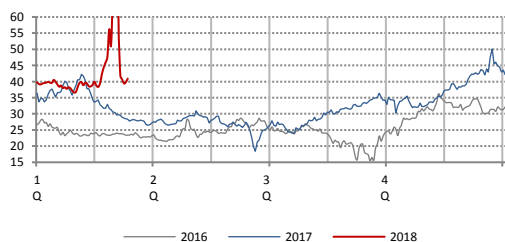
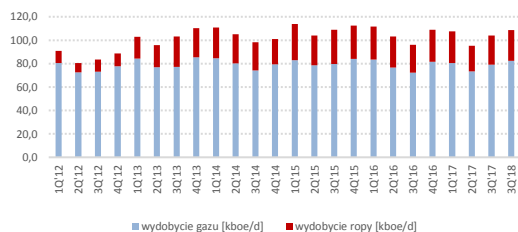
4Q'17:

- Nieznaczny wzrost wydobywania ropy i spadek w przypadku gazu w 4Q'17.
- Wyraźny wzrost cen węglowodorów w Europie w ujęciu r/r, niwelowany przez silniejszy kurs PLN vs USD.
- Oczyszczona EBITDA wzrosła z 735 mln PLN do ponad 1,0 mld PLN. Raportowana wzrosła z 657 mln PLN do 830 mln PLN.
- Wpływ zdarzeń jednorazowych: odpisy na aktywa wydobywcze w PGNiG SA: -87 mln PLN, odpis na aktywa w obszarze poszukiwań: -89 mln PLN
- Pojawiły się odpisy na sejsmiki i odwierty negatywne na -246 mln PLN (rok temu: -237 mln PLN) – nie uznajemy tego jednak jako one-off ze względu na dość powtarzalny charakter.

Kolejne okresy:

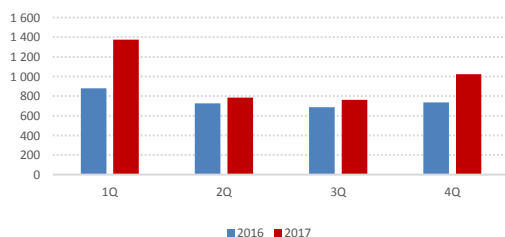
- W 1Q'18 ceny gazu wg kontraktu TTF 1M są na razie minimalnie niższe r/r i q/q (lepiej wyglądają natomiast ceny spotowe, ze względu na mroźny luty). Wyższe o ponad 20% r/r są natomiast ceny ropy w USD (większość pozytywnego efektu może być zniwelowana przez mocniejszy kurs PLN vs USD, średnia w 1Q'17 sięgała blisko 4,1).

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

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

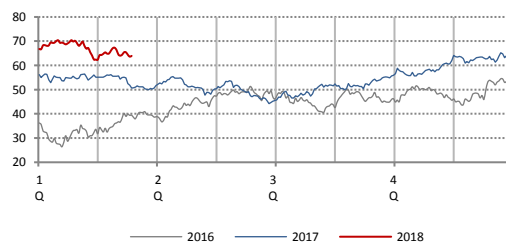
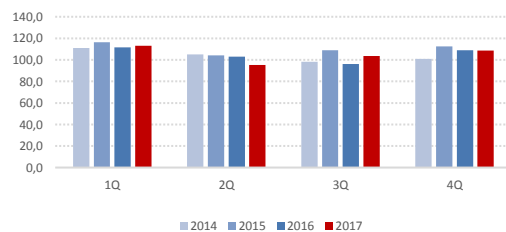
Źródło: BDM S.A., spółka

Wydobycie: EBITDA skoryg. [mln PLN]



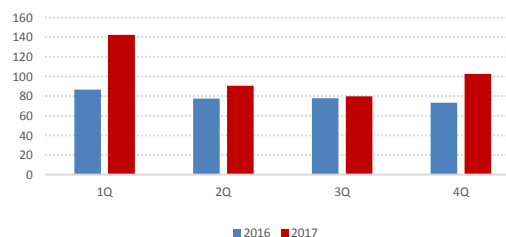
Źródło: BDM S.A., spółka

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

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

Źródło: BDM S.A., spółka

Wydobycie: skoryg. EBITDA/boe [PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

OBRÓT I MAGAZYNOWANIE

Obrót i magazynowanie: wyniki segmentu [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17E	2016	2017E	2018P
Przychody*	4 724	8 573	9 932	5 887	5 051	9 697	28 180	30 567	31 640
- w tym wewn. PGNiG	65	211	169	20	24	234	447	447	446
Zużycie surowców i materiałów	3 846	6 690	7 973	5 016	4 236	7 758	22 838	24 984	26 498
Świadczenia pracownicze	80	112	68	83	72	120	322	343	360
Usługi obce	901	1 316	1 428	980	1 002	1 642	4 380	5 052	4 568
Inne	39	131	105	76	20	450	27	651	243
EBITDA	-141	324	358	-268	-280	-273	614	-462	-29
EBITDA skoryg **	-115	292	393	-247	-281	91	392	-43	-29
Amortyzacja	54	53	50	52	52	52	207	206	208
CAPEX	46	40	59	4	6	33	122	102	130
Sprzedaż gazu w GK [mln m3]	4 250	7 342	8 865	5 602	4 594	8 046	24 273	27 107	26 474
- PGNiG S.A.	2 552	4 439	5 410	3 350	3 021	5 237	14 500	17 018	16 253
- w tym na TGE	1 165	2 859	3 280	1 450	1 100	2 590	9 000	8 420	8 026
- PGNiG OD	1 033	2 341	2 750	1 550	1 121	2 210	7 300	7 631	7 783
Import gazu [mln m3]	3 020	2 968	3 219	3 334	3 488	3 633	11 527	13 674	12 401
- w tym ze wschodu [mln m3]	2 429	2 539	2 709	2 518	1 889	2 540	2 623	2 429	2 539
Stan magazynów [mln m3]	2 811	2 156	879	1 661	2 858	2 300	2 156	2 300	2 315
Brent 9M avg -1Q [PLN/bbl]	161	171	192	191	186	187	176	189	206
Taryfa detal [PLN/MWh]	98	98	96	94	94	94	100	94	94
TGE spot [PLN/MWh]	62	81	86	73	74	88	68	80	89
TTF 1M [PLN/MWh]	57	76	79	65	68	82	61	73	76

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

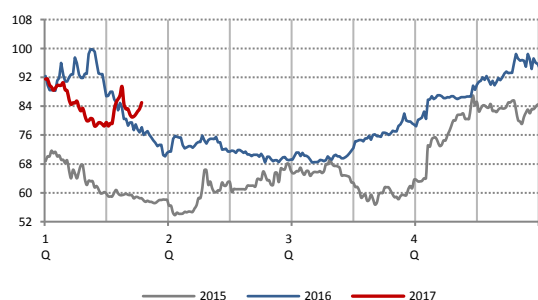
4Q'17:

- Wzrost wolumenów - głównie za sprawą PGNiG S.A. Niewielki wzrost eksportu na Ukrainę. Odbiorcy domowi – nieznaczny spadek wolumenu.
- Wyraźny wzrost importu gazu, przy porównywalnym wolumenie z kierunku wschodniego (relatywnie wysokie ceny).
- EBITDA raportowana wyniosła -273 mln PLN (vs +324 mln PLN rok wcześniej). Po oczyszczeniu o odpisy (-364 mln PLN na bloku energetycznym w Wierchowicach) wynik EBITDA 4Q'17: +91 mln PLN vs 4Q'16: +292 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:

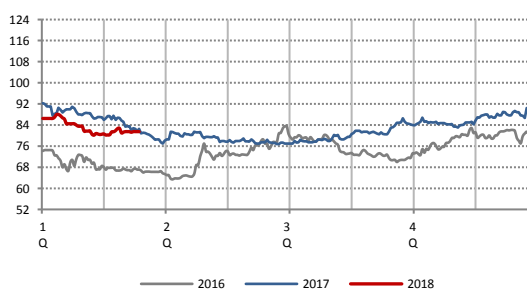
- Od 4Q'17 taryfa przemysłowa została zniesiona. Na 1Q'18 utrzymana została dotychczasowa taryfa detaliczna.
- Do połowy marca w ujęciu r/r ceny na giełdach są zróżnicowane w zależności od podziału na spot/kontrakt terminowy (wzrosty/niewielkie spadki – swój wpływ miała mroźna druga część lutego). Cena w kontrakcie z Gazpromem wg naszych szacunków może być nieznacznie niższa r/r.
- Finał rozstrzygnięcia arbitrażu dotyczącego formuły cenowej w kontrakcie z Gazpromem oczekiwany był już kilkakrotnie. Obecnie spodziewany termin to końcówka 2Q'18 (ostatnie posiedzenie sądu w marcu i następnie wyrok w ciągu kilku tygodni). W listopadzie 2017 otwarto kolejne okienko negocjacyjne (umowa przewiduje takie co trzy lata).

TGE 1M [PLN/MWh]



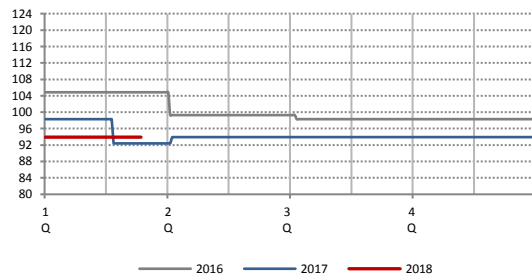
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

TGE 1Y [PLN/MWh]



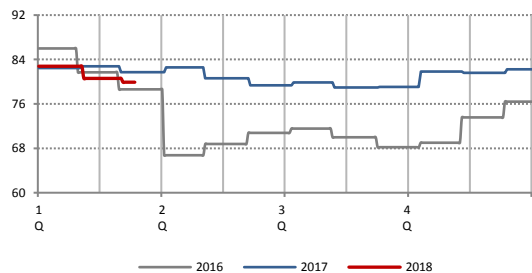
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Taryfa detaliczna [PLN/MWh]



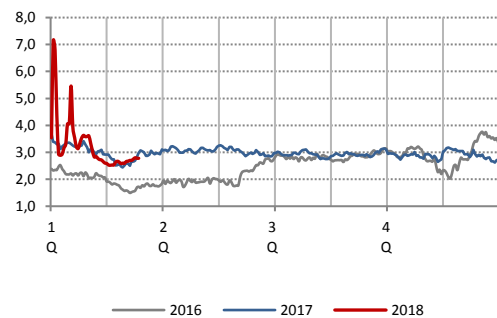
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

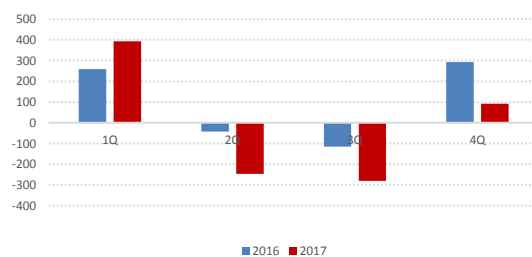


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Henry Hub spot [USD/mmBtu]

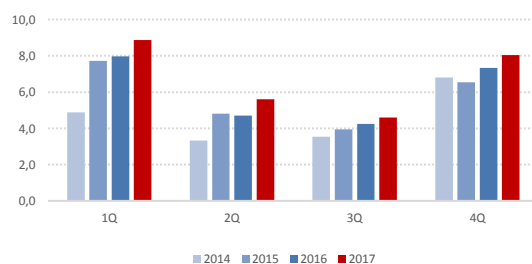


Obrót i magazynowanie: EBITDA skoryg. [mln PLN]



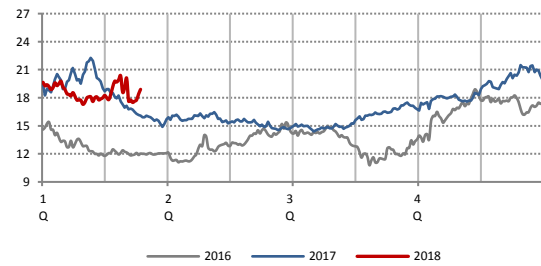
Źródło: BDM S.A., spółka

Wolumen sprzedaży gazu [mld m3]*



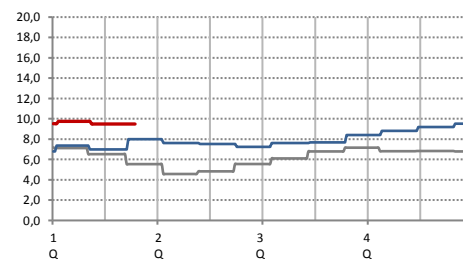
Źródło: BDM S.A., spółka, *łącznie z wolumenem PGNiG OD

TTF 1M [EUR/MWh]

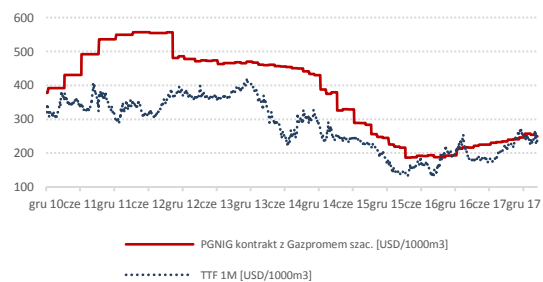


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

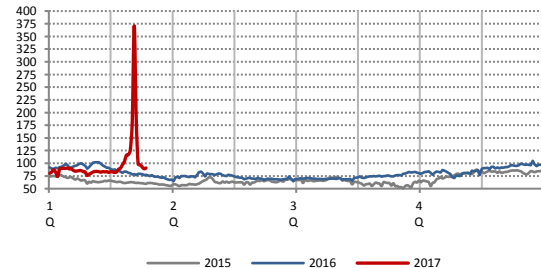


Porównanie cen gazu [USD/1000 m3]



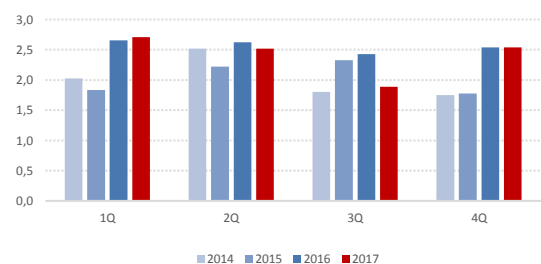
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

TGE spot [EUR/MWh]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wolumen importu gazu z kierunku wschodniego [mld m3]



Źródło: BDM S.A., spółka

DYSTRYBUCJA

Dystrybucja: wyniki segmentu [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17E	2016	2017E	2018P
Przychody	1 037	1 416	1 469	1 141	1 085	1 373	4 915	5 068	4 889
- w tym wewn. PGNiG	824	1 015	1 209	847	903	1 272	3 837	4 231	3 857
Zużycie surowców i materiałów	21	145	238	-77	17	141	285	319	311
Świadczenia pracownicze	242	332	281	285	251	358	995	1 174	1 196
Usługi obce	181	258	206	202	196	250	787	854	823
Inne	51	87	52	40	41	95	289	227	220
EBITDA	542	594	692	691	581	530	2 559	2 493	2 339
Amortyzacja	232	237	231	229	228	241	924	929	952
CAPEX	250	322	332	237	274	350	1 123	1 193	1 369
Wynik na niezbilansowaniu systemu	139	-193	-218	172	147	-193	-48	-92	-92
Wolumen [mln m3]	1 877	3 444	3 941	2 442	1 968	3 289	10 859	11 639	11 872
zmiana r/r	12%	20%	13%	19%	5%	-5%	11%	7%	2%
Przychody z dystrybucji	835	1 282	1 435	1 017	882	1 262	4 386	4 596	4 409
Oплата przyłączeniowa	31	49	22	33	41	31	130	127	135
Inne przychody	171	85	12	91	162	80	399	345	345

Źródło: BDM S.A., spółka

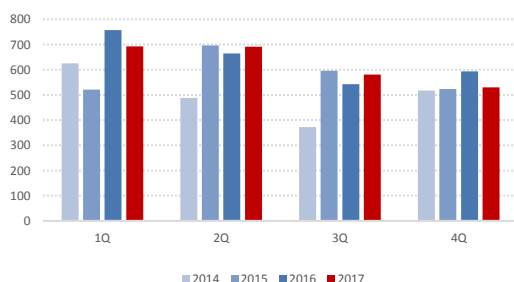
4Q'17:

- Spadek wolumenu r/r (ciepła końcówka roku).
- 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:

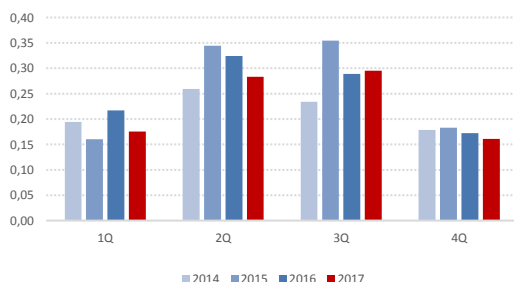
- Wynik na niezbilansowaniu powinien być sezonowo ujemny w 1Q'18, wolumen może być dobry ze względu na mroźny luty.
- W segmencie obowiązuje nowa, URE zatwierdziło taryfę w styczniu (niższą o ponad 7% w stosunku do poprzedniej – zwracamy uwagę, że to głównie pochodna spadku rentowności obligacji w 2016-17 vs 2013-14). Spółka miała 45 dni na jej wprowadzenie – zakładamy, że nowe stawki weszły w życie dopiero w marcu (czyli po dobrym wolumenie lutym).

Dystrybucja: EBITDA [mln PLN]



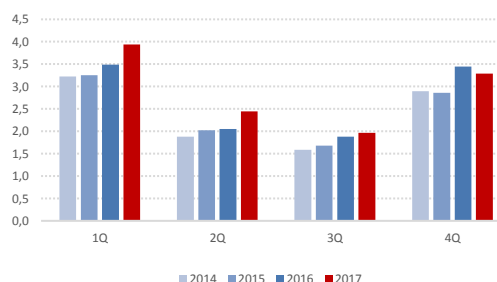
Źródło: BDM S.A., spółka

Dystrybucja: EBITDA/wolumen [PLN/m3]



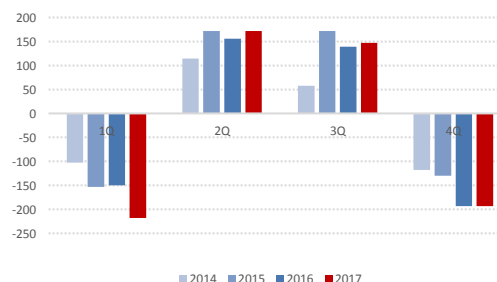
Źródło: BDM S.A., spółka

Wolumen dystrybucji gazu [mld m3]



Źródło: BDM S.A., spółka,

Wynik na niezbilansowaniu systemu [mln PLN]*



Źródło: BDM S.A., spółka, *prognoza BDM

WYTWARZANIE

Wytwarzanie: wyniki segmentu [mln PLN]

	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17E	2016	2017E	2018P
Przychody	315	756	859	408	262	748	2 195	2 277	2 379
- w tym wewn. PGNiG	133	197	217	107	65	212	723	601	756
Zużycie surowców i materiałów	160	301	319	141	100	326	938	886	963
Świadczenia pracownicze	47	51	49	52	46	50	174	197	206
Usługi obce	52	48	34	39	51	47	168	172	178
Inne	-53	157	48	6	42	84	156	180	158
EBITDA	109	199	409	170	23	240	759	842	874
EBITDA skoryg.	36	272	409	170	44	240	758	863	874
Amortyzacja	83	101	108	90	110	90	360	398	360
CAPEX	171	92	81	117	271	275	390	744	910
Przychody									
Ciepło	130	474	534	231	144	454	1 280	1 363	1 414
Energia elektryczna	71	205	231	118	72	217	606	638	677
Handel	114	77	94	59	46	76	308	275	287
Produkcja									
Ciepło [TJ]	2 945	15 079	17 669	6 732	3 471	14 175	39 527	42 047	42 047
Energii elektr. [GWh]	418	1 204	1 458	737	407	1 276	3 604	3 878	3 878
Ceny									
EC uzyskana [PLN/GJ]	44,1	31,4	30,2	34,3	41,5	32,1	32,4	32,4	33,6
EE uzyskana [PLN/MWh]	169,7	170,2	158,4	160,2	176,9	170,2	168,1	164,6	174,7

Źródło: BDM S.A., spółka

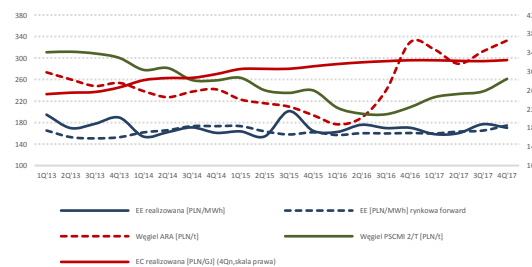
4Q'17:

- Spadek wolumenu sprzedaży ciepła o 6% r/r i wzrost w energii elektrycznej z wytwarzania o 6% r/r.
- Raportowana EBITDA z 4Q'16 uwzględniała ujemny one-off na SEJ, w 4Q'17 bez one-offów – nieco słabsze 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).

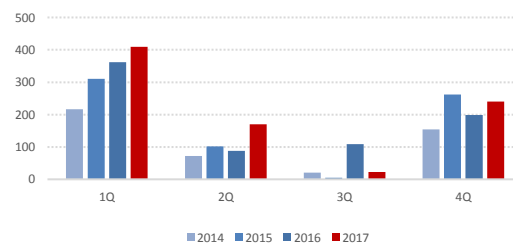
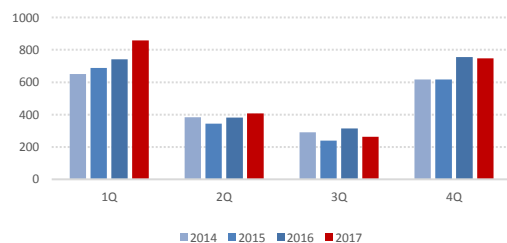
Ceny produktów i węgla



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

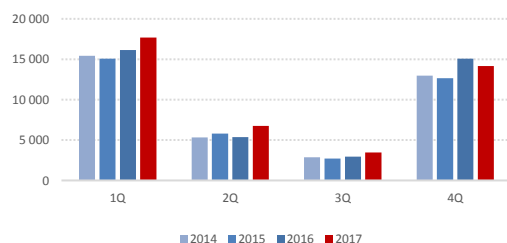
Wytwarzanie: EBITDA [mln PLN]

Wytwarzanie: przychody [mln PLN]*



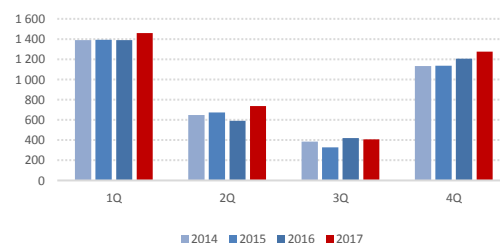
Źródło: BDM S.A., spółka, *prognoza BDM

Produkcja ciepła [TJ]



Źródło: BDM S.A., spółka

Produkcja energii elektrycznej [GWh]

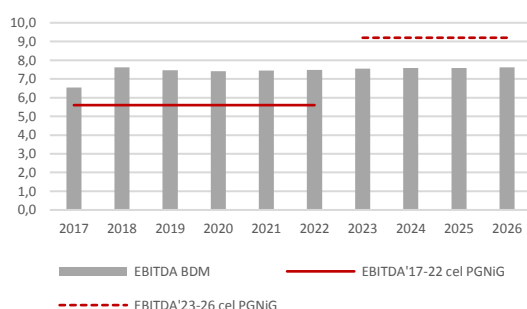


Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

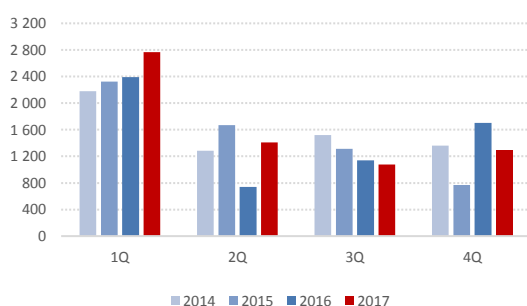
PROGNOZA WYNIKÓW

EBITDA [mld PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Kwartałna EBITDA [mld PLN]

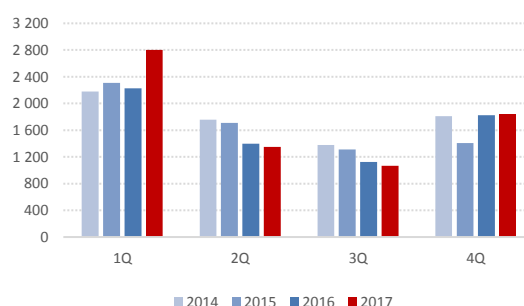


Źródło: BDM S.A., spółka

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 nadywką LNG). Spółka nie podała celów EBITDA w podziale na segmenty.

Raportowany wynik za 2017 wynosi 6,55 mld PLN a skorygowany o one-offy (wg naszej metodologii) 7,06 mld PLN.

Kwartałna EBITDA oczyszczona [mld PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Prognozy wyników skonsolidowanych na 2018-19 [mld PLN]

	2017E	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	35 862	37 308	4,0%	36 120	-3,2%
EBITDA skoryg.	7 068	7 622	7,8%	7 463	-2,1%
EBITDA	6 546	7 622	16,4%	7 463	-2,1%
Poszukiwanie i Wydobycie	3 866	4 612	19,3%	4 146	-10,1%
Obrót/Magazynowanie	-462	-29	-93,7%	115	-492,3%
Dystrybucja	2 493	2 339	-6,2%	2 482	6,1%
Wytwarzanie	842	874	3,8%	897	2,7%
Pozostałe/Eliminacje	-194	-174	-10,2%	-177	2,1%
EBIT	3 878	4 873	25,6%	4 688	-3,8%
Zysk (strata) brutto	3 920	4 798	22,4%	4 640	-3,3%
Zysk (strata) netto	2 892	3 431	18,7%	3 345	-2,5%

Marża EBITDA	18,3%	20,4%	20,7%
Marża EBIT	10,8%	13,1%	13,0%
Marża zysku netto	8,1%	9,2%	9,3%

Źródło: BDM S.A., spółka

Porównanie prognoz wyników na lata 2017-2019 rok w stosunku do poprzedniej rekomendacji [mld PLN]

	2017P	2017E		2018P	2018P**		2019P	2019P**	
	poprzednio*	realizacja	odchyl.	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	35 878	35 862	0,0%	38 563	37 308	-3,3%	37 129	36 120	-2,7%
EBITDA	7 266	6 546	-9,9%	7 704	7 622	-1,1%	7 505	7 463	-0,6%
EBIT	4 552	3 878	-14,8%	4 912	4 873	-0,8%	4 679	4 688	0,2%
Zysk (strata) netto	3 229	2 892	-10,4%	3 397	3 431	1,0%	3 276	3 345	2,1%
Marża EBITDA	20,3%	18,3%		20,0%	20,4%		20,2%	20,7%	
Marża EBIT	12,7%	10,8%		12,7%	13,1%		12,6%	13,0%	
Marża zysku netto	9,0%	8,1%		8,8%	9,2%		8,8%	9,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., **wyniki bez uwzględniania możliwego efektu retroaktywnego, *poprzednio: rekomendacja z 08.12.2017

Proгноza wyników kwartalna i roczna [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17E	2017E	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	3,40	3,42	3,41	3,40	3,41	3,37
EUR/PLN	4,36	4,37	4,34	4,38	4,36	4,32	4,22	4,26	4,23	4,26	4,18	4,22	4,24	4,27	4,23	4,31
Ropa Brent [USD/bbl]	34,5	46,0	45,8	50,1	44,1	54,0	50,2	51,7	61,4	54,3	66,2	63,7	62,8	61,8	63,6	60,0
USA [Henry Hub, spot] [EUR/MWh]	6,1	6,4	8,7	9,6	7,7	9,6	9,4	8,5	8,4	9,0	9,0	7,9	7,9	7,9	8,1	7,5
TTF [Holandia, spot] [EUR/MWh]	12,6	13,1	13,1	17,3	14,1	18,3	15,5	15,9	19,3	17,2	18,6	18,0	17,4	18,4	18,1	17,0
Polska [TGE, spot] [EUR/MWh]	14,8	14,5	14,4	18,5	15,5	19,8	17,3	17,4	20,9	18,8	23,4	20,0	20,0	20,6	21,0	18,4
Polska [TGE, spot] [PLN/MWh]	64,5	63,2	62,3	81,1	67,8	85,7	72,8	74,0	88,3	80,2	97,8	84,6	84,7	87,7	88,7	79,5
Polska [TGE, 1M] [PLN/MWh]	62,2	61,2	62,8	81,8	67,0	85,3	71,9	74,2	90,9	80,6	84,0	84,6	84,7	87,7	85,3	79,5
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	93,6	93,6	93,8	91,3
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	1 176	4 521	1 177	1 028	1 115	1 182	4 502	4 596
Wydobycie ropy [tys t]	348	328	298	344	1 318	346	270	313	329	1 258	363	286	323	350	1 323	1 229
Sprzedaż gazu [mln m3]	7 972	4 709	4 250	7 342	24 273	8 865	5 602	4 594	8 046	27 107	8 743	5 514	4 489	7 727	26 474	26 559
- w tym przez TGE [mln m3]	3 450	1 620	1 220	2 840	9 130	3 300	1 480	1 110	2 590	8 480	2 945	1 479	1 122	2 479	8 026	8 106
Przychody [mln PLN]	10 980	6 370	5 700	10 146	33 196	11 652	7 163	6 075	10 970	35 860	11 857	7 876	6 809	10 767	37 308	36 120
Poszukiwanie i Wydobycie	1 351	1 232	1 119	1 586	5 288	1 851	1 294	1 270	1 733	6 148	1 942	1 415	1 505	1 773	6 636	6 084
Obrót, magazynowanie	9 620	5 262	4 725	8 573	28 180	9 932	5 887	5 051	9 697	30 567	10 080	6 584	5 626	9 350	31 640	30 719
Dystrybucja	1 397	1 065	1 037	1 416	4 915	1 469	1 141	1 085	1 373	5 068	1 434	1 090	1 045	1 320	4 889	5 093
Wytwarzanie	742	381	315	757	2 195	859	408	262	748	2 277	909	432	267	771	2 379	2 304
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	-2 654	-8 530	-2 582	-1 734	-1 735	-2 522	-8 573	-8 424
EBITDA [mln PLN]	2 393	737	1 137	1 707	5 974	2 769	1 407	1 079	1 290	6 546	2 706	1 458	1 307	2 153	7 622	7 463
Poszukiwanie i Wydobycie	879	17	653	657	2 206	1 376	863	797	830	3 866	1 461	942	1 070	1 139	4 612	4 146
Obrót, magazynowanie	423	8	-141	324	614	358	-268	-280	-273	-462	195	-236	-288	300	-29	115
Dystrybucja	758	665	542	594	2 559	692	691	581	530	2 493	670	635	546	488	2 339	2 482
Wytwarzanie	362	88	110	199	759	409	170	23	240	842	417	162	30	265	874	897
Pozostałe	-33	-43	-32	-78	-186	-66	-54	-42	-39	-201	-39	-47	-53	-40	-179	-182
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	1 848	7 068	2 706	1 458	1 307	2 153	7 622	7 463
Poszukiwanie i Wydobycie	879	727	688	735	3 029	1 376	785	763	1 024	3 948	1 461	942	1 070	1 139	4 612	4 146
Obrót, magazynowanie	258	-43	-115	292	392	393	-247	-281	91	-43	195	-236	-288	300	-29	115
Dystrybucja	758	665	542	594	2 559	692	691	581	530	2 493	670	635	546	488	2 339	2 482
Wytwarzanie	362	88	37	272	759	409	170	44	240	863	417	162	30	265	874	897
Pozostałe	-33	-43	-32	-78	-186	-66	-54	-42	-39	-201	-39	-47	-53	-40	-179	-182
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	618	3 878	2 000	781	627	1 465	4 873	4 688
Saldo finansowe	48	-68	7	-62	-75	19	-10	22	-45	-14	-30	-30	-30	-41	-131	-105
Inne	0	-41	-19	-14	-74	12	-4	13	35	56	14	14	14	14	56	56
Zysk brutto	1 769	-36	507	971	3 211	2 105	754	453	608	3 920	1 984	765	611	1 438	4 798	4 640
Zysk netto	1 386	-115	358	722	2 351	1 599	499	367	427	2 892	1 508	505	428	991	3 431	3 345

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

Oczyszczona EBITDA w 4Q'17 była minimalnie lepsza r/r, głównie pomogły wyższe ceny węglowodorów r/r. Odpisy, które pojawiły się w raportowanych wynikach nie były przez nas zakładane, stąd wynika dość słaby rezultat netto w końcówce roku.

W 2018 roku zakładamy EBITDA na poziomie 7,6 mld PLN (vs 7,1 mld PLN oczyszczonej EBITDA w 2017 roku). Poprawa wyniku przede wszystkim z założonej kontynuacji dobrych poziomów cen ropy i gazu (w 2-3Q'17 cena Brent wynosiła jedynie 50-52 USD/bbl). Słabszej r/r EBITDA w 2018 roku oczekujemy w Dystrybucji (przy czym zwracamy uwagę, że obniżka efektywnie wchodzi w życie dopiero w marcu, w poprzedniej rekomendacji także zakładaliśmy już, że segment nie poprawi wyników r/r). Porównywalnego r/r wyniku spodziewamy się w Wytwarzaniu, natomiast minimalną poprawę zakładamy w Obrocie. Zwracamy uwagę, że 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 (m.in. zachodzące strukturalne zmiany wśród klientów indywidualnych)

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).

Nasze prognozy na 2017-18 zbliżone do konsensusu. Spadek EBITDA w 2019 roku w naszym przypadku podyktowany jest głównie spadkiem wyniku w Wydobywaniu (założono mniej korzystne ceny ropy).

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2018P kons.	2018P BDM	odchyl.	2019P kons.	2019P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	37 335	37 308	-0,1%	38 318	36 120	-5,7%
EBITDA	7 513	7 622	1,4%	7 713	7 463	-3,2%
EBIT	5 132	4 873	-5,0%	5 016	4 688	-6,5%
Zysk netto	3 497	3 431	-1,9%	3 648	3 345	-8,3%
Dług (gotówka) netto	-911	-598	-	-1 536	-1 610	-
Marża EBITDA	20,1%	20,4%		20,1%	20,7%	
Marża EBIT	13,7%	13,1%		13,1%	13,0%	
Marża zysku netto	9,4%	9,2%		9,5%	9,3%	

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

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2018P	2019P	zmiana r/r
2018-03-07	6 607	7 723	16,9%
2018-03-05	8 310	-	-
2018-01-25	7 090	7 148	0,8%
2018-01-14	7 379	7 473	1,3%
2018-01-12	8 085	8 532	5,5%
2017-12-08	7 704	7 505	-2,6%
2017-12-01	7 419	7 065	-4,8%

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 jakiejś części odcinka norweskiego.

DANE FINANSOWE

Bilans [mld PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	35,81	36,29	37,28	37,87	38,58	39,58	40,29	40,98	41,65	42,05	42,34	42,48	42,62
Wartości niematerialne i prawne	1,14	1,08	1,01	0,96	0,91	0,87	0,84	0,81	0,78	0,76	0,75	0,73	0,72
Rzeczowe aktywa trwałe	32,97	33,15	34,07	35,31	36,59	37,64	38,39	39,10	39,79	40,22	40,52	40,68	40,82
Pozostałe aktywa trwałe	1,70	2,06	2,21	1,61	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Aktywa obrotowe	12,49	13,38	13,33	14,15	14,34	14,15	14,24	14,40	14,59	15,09	15,91	17,50	19,08
Zapasy	2,23	2,51	2,94	2,96	2,89	2,78	2,71	2,68	2,67	2,67	2,67	2,66	2,66
Należności krótkoterminowe	3,52	4,42	4,77	4,96	4,81	4,68	4,62	4,60	4,56	4,57	4,58	4,59	4,59
Inwestycje krótkoterminowe	6,73	6,45	5,62	6,23	6,64	6,69	6,91	7,11	7,37	7,85	8,66	10,25	11,83
-środki pieniężne i ekwiwalenty	6,02	5,83	5,00	5,60	6,02	6,07	6,29	6,48	6,74	7,23	8,04	9,63	11,20
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	48,29	49,67	50,62	52,02	52,92	53,73	54,53	55,38	56,24	57,14	58,25	59,98	61,70
Kapitał (fundusz) własny	30,74	32,01	33,75	35,73	37,36	38,89	40,54	42,20	43,90	45,59	47,29	49,02	50,73
Udziały mniejszości	0,01	0,00	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.	17,55	17,66	16,86	16,28	15,55	14,84	13,99	13,18	12,34	11,55	10,95	10,96	10,96
Rezerwy na zobowiązania	4,54	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05
Zobowiązania długoterminowe	5,90	1,44	0,84	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
- w tym dług oprocentowany	5,80	1,35	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zobowiązania krótkoterminowe	5,44	9,59	9,39	9,56	8,82	8,11	7,26	6,45	5,62	4,82	4,22	4,23	4,24
- w tym dług oprocentowany	0,58	5,01	5,01	5,01	4,41	3,81	3,01	2,21	1,41	0,61	0,00	0,00	0,00
Pasywa razem	48,29	49,67	50,62	52,02	52,92	53,73	54,53	55,38	56,24	57,14	58,25	59,98	61,70
Rachunek zysków i strat [mld PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	36,46	33,20	35,86	37,31	36,12	35,15	34,68	34,61	34,28	34,36	34,41	34,47	34,52
EBITDA	6,08	5,97	6,55	7,62	7,46	7,41	7,45	7,48	7,55	7,58	7,59	7,63	7,65
EBIT	3,29	3,36	3,88	4,87	4,69	4,62	4,62	4,63	4,67	4,67	4,67	4,70	4,68
Saldo działalności finansowej	-0,23	-0,08	-0,01	-0,13	-0,10	-0,08	-0,06	-0,04	-0,01	0,02	0,05	0,07	0,08
Inne	-0,05	-0,07	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Zysk (strata) brutto	3,01	3,21	3,92	4,80	4,64	4,59	4,62	4,65	4,72	4,74	4,78	4,82	4,82
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	2,13	2,35	2,89	3,43	3,35	3,20	3,25	3,28	3,34	3,36	3,39	3,42	3,42
CF [mld PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	7,27	5,92	4,83	6,79	6,77	6,14	6,14	6,12	6,18	6,17	6,18	6,21	6,23
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,15	-3,84	-3,76	-3,83	-3,91	-3,69	-3,42	-3,42	-3,43	-3,19	-3,08	-2,93	-2,95
Przepływy z działalności finansowej	-0,83	-2,27	-1,91	-2,35	-2,46	-2,40	-2,50	-2,50	-2,49	-2,50	-2,29	-1,69	-1,71
Przepływy pieniężne netto	3,30	-0,19	-0,83	0,61	0,41	0,05	0,22	0,20	0,26	0,48	0,81	1,59	1,57
Środki pieniężne na początek okresu	2,73	6,02	5,83	5,00	5,60	6,02	6,07	6,29	6,48	6,74	7,23	8,04	9,63
Środki pieniężne na koniec okresu	6,02	5,83	5,00	5,60	6,02	6,07	6,29	6,48	6,74	7,23	8,04	9,63	11,20

Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	8%	4%	-3%	-3%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	10%	16%	-2%	-1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	15%	26%	-4%	-2%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	0%
Zysk netto zmiana r/r	23%	19%	-3%	-4%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	0%
Marża EBITDA	18,3%	20,4%	20,7%	21,1%	21,5%	21,6%	22,0%	22,1%	22,1%	22,1%	22,2%
Marża EBIT	10,8%	13,1%	13,0%	13,1%	13,3%	13,4%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Marża brutto	10,9%	12,9%	12,8%	13,1%	13,3%	13,4%	13,8%	13,8%	13,9%	14,0%	14,0%
Marża netto	8,1%	9,2%	9,3%	9,1%	9,4%	9,5%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%
ROE	8,6%	9,6%	9,0%	8,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	5,7%	6,6%	6,3%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	5,75	5,01	4,41	3,81	3,01	2,21	1,41	0,61	0,00	0,00	0,00
D / (D+E)	11,4%	9,6%	8,3%	7,1%	5,5%	4,0%	2,5%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	12,8%	10,6%	9,1%	7,6%	5,8%	4,1%	2,6%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-0,4%	-2,7%	-2,2%	-1,8%	-1,3%	-0,8%	-0,2%	0,4%	1,0%	1,4%	1,8%
Dług / kapitał własny	17,0%	14,0%	11,8%	9,8%	7,4%	5,2%	3,2%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	0,8	-0,6	-1,6	-2,3	-3,3	-4,3	-5,3	-6,6	-8,0	-9,6	-11,2
Dług netto / kapitał własny	2,2%	-1,7%	-4,3%	-5,8%	-8,1%	-10,1%	-12,2%	-14,5%	-17,0%	-19,6%	-22,1%
Dług netto / EBITDA	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5
Dług netto / EBIT	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,7	-2,0	-2,4
EV	36,2	34,8	33,8	33,2	32,1	31,1	30,1	28,8	27,4	25,8	24,2
Dług / EV	15,9%	14,4%	13,0%	11,5%	9,4%	7,1%	4,7%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	9,8%	10,6%	11,1%	10,8%	10,2%	10,2%	10,3%	9,6%	9,3%	8,9%	9,0%
CAPEX / Amortyzacja	131,8%	143,2%	144,8%	135,9%	125,2%	124,1%	123,1%	114,0%	109,9%	104,8%	104,6%
Amortyzacja / Przychody	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
Zmiana KO / Przychody	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	38%	4%	8%	15%	18%	40%	9%	3%	3%	0%	0%
Wskaźniki rynkowe	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
P/E*	12,2	10,3	10,6	11,1	10,9	10,8	10,6	10,5	10,5	10,3	10,4
P/BV*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/CE*	6,4	5,7	5,8	5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	5,6	5,6	5,5
EV/EBITDA*	5,5	4,6	4,5	4,5	4,3	4,2	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
EV/EBIT*	9,3	7,1	7,2	7,2	7,0	6,7	6,4	6,2	5,9	5,5	5,2
EV/S*	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
BVPS	5,8	6,2	6,5	6,7	7,0	7,3	7,6	7,9	8,2	8,5	8,8
EPS	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
CEPS	1,0	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
DPS	0,20	0,25	0,30	0,29	0,28	0,28	0,28	0,29	0,29	0,29	0,30
Payout ratio**	49,1%	50,0%	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 6,13 PLN, ** do skonsolidowanego zysku netto

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Młodszy analitik rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.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	Akumuluj	6,55	12.03.2018	12:40 CEST	6,13	61 984
Akumuluj	6,55	Trzymaj	4,66	08.12.2017	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

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 (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*:

			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	Liczba	%	liczba	%
Kupuj	8	62%	0	0%
Akumuluj	2	15%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	2	15%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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 został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 obarczona 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 uwzględniać, 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.03.2018 roku (12:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.03.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendację 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 12 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 jakichkolwiek 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.

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 12.03.2018 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 powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.