



Dom Maklerski BDM S.A.

TAURON

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

WYCENA 2,18 PLN

8 LUTY 2019, 12:27 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki TAURON od zalecenia REDUKUJ z ceną docelową 2,18 PLN/akcję. Wskazujemy, że wyraźna poprawa sentymentu inwestycyjnego do sektora energetycznego w ostatnich 6 miesiącach nie korespondowała z obniżeniem prognoz wyników finansowych na lata 2018-2019, a Tauron w tym kontekście może stanowić potencjalne rozczarowanie wyników w 4Q'18-1Q'19. W 2019 roku, w związku z rekordowymi nakładami inwestycyjnymi (koniec budowy Jaworzna 910 MW), dostrzegamy ryzyko istotnego wzrostu zadłużenia, a w dłuższym terminie znaczących inwestycji w segmencie OZE, co wynika z niedopasowania miks wytwarzania do założeń PEP 2040.

Od września 2018 sentyment inwestycyjny do spółek energetycznych wyraźnie się poprawił, a efekt ten został wzmocniony wynikami pierwszej aukcji Rynku Mocy w listopadzie 2018 (240 PLN/kW vs 165 PLN/kW oczek.). Kursy akcji 4 głównych spółek energetycznych zyskały w tym czasie 20-35%.. Relatywnie najslabiej wypadł Tauron.

Zwracamy uwagę, że w ostatnich 6 miesiącach konsensus prognoz EBITDA dla spółek energetycznych na 2018-2019 został obniżony o 4/2% i może dalej nie uwzględnić potencjalnej straty w segmencie Sprzedaży wskutek zamrożenia cen energii elektrycznej (ustawa z 28.12.2018).

W 4Q'18 w przypadku Tauron zwracamy uwagę na potencjalnie słaby wynik w Wydobyciu (niska produkcja), który nie zostanie zrekomensowany segmentem Wytwarzanie (niższe ceny e.e. q/q, wyższe koszty CO2 i konieczność zakupu droższego węgla z importu).

W 1Q'19 oczekujemy znacznej utraty marży w Sprzedaży, gł. w taryfie G, co wynika z ustawy ograniczającej wzrost cen energii z 28.12.2018 roku. Zwracamy przy tym uwagę, że „budżet” ustawy może nie zrekomensować w pełni kosztów spółek Obrótu, co rodzi ryzyko dalszej rewizji prognoz dla tego obszaru (potencjalnie nawet 400 mln PLN utraty marży vs 170 mln PLN zakładanego spadku w 2019 roku).

Oceniamy, że 2019 rok będzie przełomowy dla spółki w kontekście zakończenia budowy sztandarowego projektu elektrowni węglowej Jaworzno 910 MW i rekordowych nakładów inwestycyjnych (blisko 5 mld PLN w tym ok. 1,6 mld PLN na Jaworzno).

W 2020 remonty starszych jednostek do BAT mogą skutkować czasowym odstawieniem nawet 3,5 GW mocy (wg. Planów PSE), a spółka na ten cel ma wydać ok. 900 mln PLN. Może to wpłynąć na wolumeny produkcji energii.

Po 2020 roku widzimy niedopasowanie struktury wytwarzania energii do założeń PEP 2040 (koncentracja na energetyce jądrowej i offshore). Rodzi to ryzyko potencjalnych dużych nakładów inwestycyjnych np. w OZE. Pod koniec roku spółka informowała o zakupie 200 MW farm wiatrowych i zapowiadała rewizję strategii 2016-2025 po 1Q'19.

Z drugiej strony pozytywnie na sentyment inwestycyjny do spółki i sektora może wpłynąć spór rządu z KE i potencjalna nowelizacja ustawy z 28.12.2018 wraz z rozporządzeniem wykonawczym określającym sposób i kwotę rekompensaty dla spółek obrotu.

Wycena DCF [PLN]	2,08
Wycena porównawcza [PLN]	2,28
Wycena końcowa [PLN]	2,18
Potencjał do wzrostu / spadku	-8,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	2,38
Kapitalizacja [mln PLN]	4 171
Ilość akcji [mln. szt.]	1 753
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,43
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,67
Stopa zwrotu za 3 mc	24,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	4,8%
Struktura akcjonariatu:	
Skarb Państwa	30,1%
KGHM	10,4%
NN OFE	6,5%
Pozostali	53,0%

Krystian Brymora

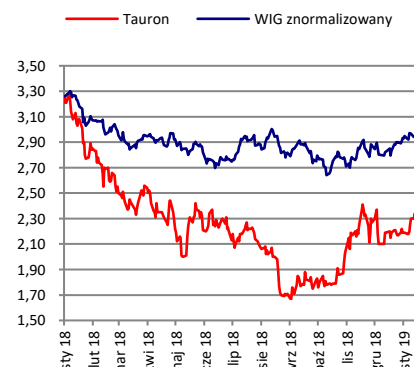
brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	18 375	17 646	17 419	18 467	20 377	21 753
EBITDA [mln PLN]	3 523	3 319	3 640	3 584	3 334	3 843
EBITDA adj. [mln PLN]	3 523	3 157	3 547	3 330	3 334	3 843
EBIT [mln PLN]	-1 901	802	1 879	1 483	1 527	1 955
Wynik netto [mln PLN]	-1 807	367	1 381	964	1 092	1 428
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E	-2,3	11,4	3,0	4,3	3,8	2,9
EV/EBITDA adj.	3,4	4,0	3,7	4,1	4,6	3,9
EV/EBIT	7,1	8,6	7,1	8,5	10,0	7,7
DPS	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DY	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



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.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
POTENCJALNE ROZCZAROWANIE WYNIKOWE 4Q'18-1Q'19	3
RELATYWNIE WYSOKA WYCENA RYNKOWA	3
NIEDOPASOWANIE MIKSU WYTWARZANIA DO PEP2040 RODZI POTENCJALNE INWESTYCJE	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
GRUPA TAURON	11
WYDOBYCIE.....	12
WYTWARZANIE	13
DYSTRYBUCJA.....	14
SPRZEDAŻ	15
CAPEX	16
STRATEGIA 2016-2025	17
PEP 2040 A TAURON	18
RYNEK MOCY	19
ZASADA 550 GRAM	20
USTAWA OGRANICZAJĄCA WZROST CEN ENERGII.....	21
PROGNOZA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	25

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Grupy Tauron opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,08 PLN. Natomiast wycena porównawcza do krajowych spółek energetycznych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 2,28 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 2,18 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	2,08
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	2,28
Wycena spółki [PLN]		2,18

Źródło: BDM S.A.

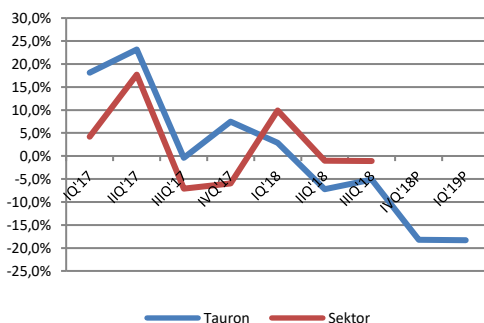
Potencjalne rozczarowanie wynikowe 4Q'18-1Q'19

Szacujemy, że w 4Q'18 segment Wytwarzanie nie zrekompensuje utraty marży w Sprzedaży i Wydobywaniu. Oczekujemy spadku oczyszczonej EBITDA o ok. 18% r/r. Konsensus EBITDA (Bloomberg) dla sektora energetycznego (4 największe spółki) zakłada porównywalną (oczyszczoną) EBITDA r/r (wzrost w PGE i ENG, spadek w ENA i TPE). Spadek wyniku w Tauron będzie więc większy.

W 1Q'19 problemem może być z kolei segment Sprzedaż w związku z zamrożeniem cen energii elektrycznej (ustawa z 28.12.2018).

Zwracamy uwagę, że konsensus EBITDA dla spółki w ostatnich 3-6 miesiącach został obniżony o 2-5% przy średniej rewizji sektora 4-2% (2018-2019P). Z drugiej strony podniesiony został oczekiwany poziom długu netto.

Dynamika oczyszczonej EBITDA Tauron vs sektor [r/r]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółki, szacunki własne

Rewizja konsensusu Bloomberg (EBITDA i dług netto)

EBITDA	Rewizja 1M		Rewizja 3m		Rewizja 6m	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
PGE	-1%	1%	-5%	-1%	-5%	-1%
Tauron	-1%	-2%	-2%	-5%	-1%	-5%
Enea	-3%	-3%	-7%	-1%	-8%	-3%
Energa	0%	-2%	0%	-3%	0%	-4%
RAZEM	-1%	-1%	-4%	-2%	-4%	-2%

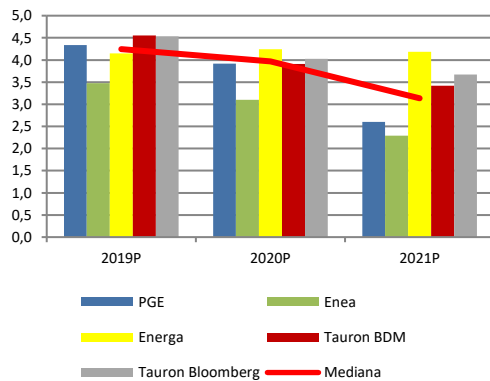
Dług netto	Rewizja 1M		Rewizja 3m		Rewizja 6m	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
PGE	3%	9%	-2%	24%	-5%	0%
Tauron	-2%	-1%	-2%	2%	-2%	2%
Enea	3%	1%	0%	6%	-6%	-1%
Energa	-1%	2%	-1%	2%	-3%	2%
RAZEM	0%	3%	-1%	9%	-4%	1%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

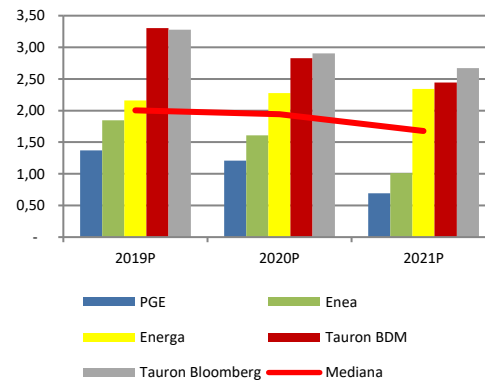
Relatywnie wysoka wycena rynkowa

Wskazujemy, że przy obecnej wycenie rynkowej spółka handlowana jest powyżej mediany dla sektora względem mnożnika EV/EBITDA (Tauron >4,0x, sektor ok. 4,0x '19-'20).

Spółkę „in minus” wyróżnia najwyższy wskaźnik zadłużenia netto w relacji do EBITDA. Dla 2019-2021 wskaźnik ten wynosi 3,3-2,8x EBITDA (sektor <2,0x EBITDA), a w skrajnym scenariuszu spółka może zbliżyć się do kowenantów 3,5x EBITDA w 2019 rok (rekordowy rok pod względem CAPEX).

Prognozowana EV/EBITDA Tauron vs konsensus [x]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, szac. własne

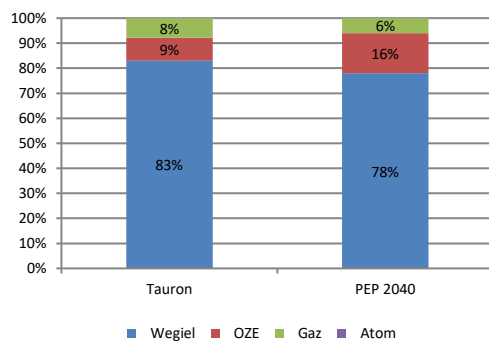
Prognozowany DN/EBITDA Tauron vs konsensus [x]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółka, szac. własne

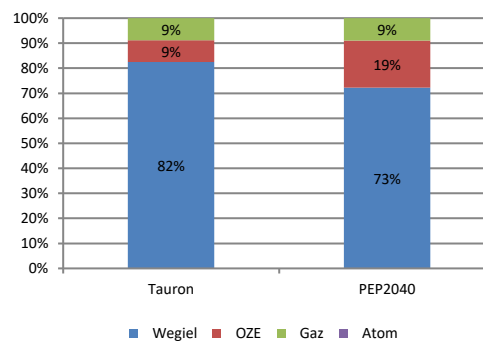
Niedopasowanie mixu wytwarzania do PEP2040 rodzi potencjalne inwestycje

W listopadzie 2018 (23.11.2018) ME zaprezentowało Projekt Polityki Energetycznej Polski do 2040 roku. Spółka komunikowała wówczas, że w związku z ogłoszeniem PEP 2040 i planowanymi zmianami regulacyjnymi, jak i wynikami aukcji rynku mocy, podjęła prace nad aktualizacją "Strategii Grupy TAURON na lata 2016-2025" w zakresie kształtowania mixu wytwórczego, którą zamierza przedstawić po 1Q'19.

PEP 2040 kładzie nacisk na energetykę jądrową i morskie farmy wiatrowe. Zwracamy uwagę na niedopasowanie struktury produkcji energii w Tauron vs założenia PEP. Bez inwestycji Tauron w OZE dysproporcja ta będzie się z każdym rokiem zwiększać. Przy obecnych założeniach/inwestycjach spółka w 2025 roku wciąż będzie produkować >80% energii z węgla (ok. 70% prognozowane w systemie). Rodzi to ryzyka po stronie znaczących kosztów inwestycji w OZE bądź kosztów zakupu praw do emisji CO2.

Struktura produkcji energii w 2020 Tauron vs PEP


Źródło: DM BDM S.A., spółka, PEP 2040

Struktura produkcji energii w 2025 Tauron vs PEP


Źródło: DM BDM S.A., spółka, PEP 2040

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Ryzyko głównego akcjonariusza**

MSP posiada bezpośrednio 30,1% kapitału spółki (pośrednio przez TFI/OFE 45,2%), a spółka jest wpisana na listę strategicznych podmiotów. MSP może realizować politykę niekoniecznie zbieżną z interesem mniejszościowych akcjonariuszy.

▪ **Wzrost nakładów inwestycyjnych**

Zwracamy uwagę na niedopasowanie miksu produkcji energii elektrycznej przez Tauron do założeń PEP2040 (kładzie nacisk na energetykę jądrową+offshore). Rodzi to ryzyko po stronie istotnego wzrostu nakładów inwestycyjnych.

▪ **Wysokie zadłużenie i ryzyko złamania kowenantów bankowych**

2019 rok będzie dla spółki rekordowy pod względem nakładów inwestycyjnych (szacowany CAPEX <5 mld PLN). Spółka w 4Q'19 kończy kluczowy projekt inwestycyjny elektrowni węglowej w Jaworznie 910 MW. Przy głębszym spadku EBITDA od naszych oczekiwań istnieje ryzyko przekroczenia kowenantów bankowych (3,5x EBITDA).

▪ **Ryzyko zw. z ustawą ograniczającą wzrost cen energii**

Rocznie spółka sprzedaje ponad 35 TWh energii (II miejsce w Polsce) i jest największym w Polsce „kupującym netto” (tzw. więcej sprzedaje niż wytwarza). Oczekiwana rekompensata dla spółek obrotu z ME, w związku z zamrożeniem cen energii elektrycznej, może nie w pełni pokryć wzrost kosztów zakupu energii, co przyczyni się do większej utraty marży niż zakładamy.

Ustawowe zamrożenie cen usług dystrybucji może przyczynić się do spadku nakładów inwestycyjnych w dystrybucji i tym samym przełożyć się na przyszłe wyniki kluczowego dla grupy segmentu (spadek WRA od 2020).

▪ **Ryzyko wzrostu cen emisji CO2**

Z uwagi na przestarzałe aktywa wytwórcze spółkę charakteryzuje wysoki wskaźnik emisji CO2 (971 g. CO2/kWh), powyżej średniej w systemie, co dodatkowo potęguje najmniejszy z dużych grupy energetycznych udział produkcji z OZE i niski udział przyznanym darmowych uprawnień do emisji (13% w '17 i ok. 3% do 2020 roku). Tym samym spółka ma wysoką ekspozycję na rosnące koszty CO2.

Sytuację poprawi oddanie bloku 910 MW (4Q'19) i odstąpienie starszych jednostek, ale nie spowoduje spadku emisyjności <800 g. CO2/kWh.

▪ **Ryzyko zw. z segmentem Wydobywanie**

Program inwestycyjny w 3 kopalniach spółki (1,3 mld PLN w latach 2014-2025) może nie dać oczekiwanego zwrotu. Mimo sprzyjających cen węgla segment zanotuje w 2018 roku rekordową stratę EBITDA (niskie wydobywanie).

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 stopy wolnej od ryzyka równej 4,0%, premii za ryzyko rynkowe oraz $\beta=1,0x$.

Główne założenia w modelu (szczegółowe tabele na ostatnich stronach raportu):

Wydobycie

Oczekujemy stopniowego wzrostu wydobycia ze słabego 2018 roku (<5 mln ton). Przyjmujemy wzrost do ok. 6 mln ton w 2020P i 7 mln ton w 2022P (docelowo blisko 8 mln ton), co pozwoli zbilansować zapotrzebowania na węgiel kamienny w grupie (obecnie pokrycie ok. 60% zapotrzebowania).

Przyjmujemy ceny węgla zbieżne z PSCMI1 (stabilne ceny >2019P).

Wytwarzanie

Przyjmujemy uruchomienie bloku 910 MW w Jaworznie i 450 MW w Stalowej Woli (z PGNiG) do końca 2019 roku.

Przyjmujemy wyłączenia bloków zgodnie z planem PSE (styczeń 2019: Łaziska B1-2 220 MW, Łągisza B6-7 440 MW, Stalowa Wola B7 110 MW, styczeń 2020: Stalowa Wola B8 110 MW; Siersza B3-6 220 MW).

Zgodnie ze strategią po oddaniu nowych bloków spółka powinna utrzymać zainstalowaną moc w energetyce konwencjonalnej 4,6-4,7 GW (z OZE ok. 5 GW). Jest to zgodne ze strategią 2016-2025.

Zgodnie z planami PSE ilość remontów w 2019 powinna być nieco większa niż w 2018 roku (ok. 1,1 GW). Tak jak w zeszłym roku najwięcej przypadnie na 2Q'19. Remonty BAT ruszą w 2020 rok (aż 3,5 GW wg planu PSE), co wpłynie na niską dostępną moc i produkcję.

Szacujemy, że z elektrowni konwencjonalnych w 2019 roku spółka wyprodukuje ok. 14 TWh energii (-7% r/r). Wzrostów spodziewamy się od 2020 roku (gł. Jaworzno). Docelowo spółka powinna wytwarzać 17 TWh (Jaworzno 6,4 TWh).

Przyjmujemy, że spółka przejmie 200 MW w elektrowniach wiatrowych (od in.ventus) do końca 1H'19, co przy poprawie wietrzności zwiększy produkcję z OZE.

Ceny energii elektrycznej opieramy o notowania kontraktu rocznego TGE (FY'20-'22) i spot (RDN), co oznacza wzrost średniej ceny z <230 PLN/MWh w '18 do ok. 250 PLN/MWh w '19 (stabilnie w kolejnych latach).

Ceny węgla opieramy o PSCMI1, a ceny praw emisyjnych CO₂ przyjmujemy na 20 EUR/t. Udział bezpłatnych praw do emisji do 2020 roku to ok. 3%. Po 2020 roku przyjmujemy 0%.

Po oddaniu nowych bloków oczekujemy wzrostu dyspozycyjności, sprawności i spadku emisyjności (z ok. 970 g. CO₂/kWh do ok. 800 g. CO₂/kWh).

Po wzroście cen zielonych certyfikatów w 2018 roku, oczekujemy ich stabilizacji w 2019 w okolicach 100 PLN/MWh.

Od 2021 roku kalkulujemy przychody z Rynku Mocy zgodnie z wynikami aukcji na 2021-2023.

Od 2021 roku spodziewamy się utraty przychodów w ORM i IRZ, które obecnie dają spółce ponad 200 mln PLN rocznie wyniku. Brak wsparcia ze strony ORM i IRZ może spowodować spadek hurtowych cen energii elektrycznej czego nie zakładamy.

Dystrybucja

Oczekujemy stabilnych wolumenów w dystrybucji ok. 52 TWh.

W najbliższych latach przyjmujemy CAPEX w Dystrybucji na poziomie 2 mld PLN rocznie (1,7 mld PLN w '17), co będzie oznaczać systematyczny wzrost Wartości Regulacyjnej Aktywów (WRA).

Stopę WACC kalkulujemy na podstawie bieżących rentowności obligacji, co oznacza utrzymanie WACC na 6,015% w '19 i spadek <6% w kolejnych latach.

- **Sprzedaż**

Oczekujemy stabilnych wolumenów sprzedaży energii (ok. 35 TWh) i miks ABCG.

Przyjmujemy utratę marży w segmencie taryfy G w 1Q'19 (zamrożenie cen energii zgodnie z ustawą z 28.12.2018) i rekompensatę utraconych przychodów od 2Q'19. Zwracamy jednak uwagę, że obecny „budżet” ustawy może nie rekompensować wszystkich kosztów, co będzie wywierać presję na wyniku Sprzedaży.

- **CAPEX**

CAPEX został opisany szczegółowo w osobnym rozdziale. W związku z zakończeniem Jaworzno 910 MW 2019 rok będzie rekordowy pod względem wydatków inwestycyjnych. Dodatkowo oczekujemy ok. 900 mln PLN nakładów na modernizację BAT (2020-2021) i 500 mln PLN na zakup 200 MW farm wiatrowych.

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 1 753 mln akcji;
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy wzrost FCFF o 0%;
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 19%;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 8 lutego 2019 roku;

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 2,08 PLN.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	18 467	20 377	21 753	22 356	22 377	22 476	22 595	22 510	22 279	22 385	22 461
EBIT [mln PLN]	1 613	1 527	1 955	2 296	2 337	2 401	2 452	2 414	2 117	2 088	2 052
Stopa podatkowa	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	341	290	371	436	444	456	466	459	402	397	390
NOPLAT [mln PLN]	1 271	1 237	1 584	1 860	1 893	1 945	1 986	1 955	1 714	1 692	1 662
Amortyzacja [mln PLN]	1 717	1 808	1 888	1 974	2 021	2 055	2 084	2 108	2 127	2 142	2 152
CAPEX [mln PLN]	-3 453	-4 811	-3 106	-3 300	-2 850	-2 760	-2 670	-2 580	-2 490	-2 400	-2 310
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	12	-139	-54	-60	-6	-11	-9	7	47	2	4
Inne wpływy** [mln PLN]	0	880	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF [mln PLN]	-453	-1 026	311	475	1 058	1 229	1 390	1 490	1 399	1 436	1 509
DFCF [mln PLN]		-960	270	383	790	848	887	878	760	718	694
Suma DFCF [mln PLN]		5 268									
Wartość rezydualna [mln PLN]		18 977	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		8 724									
Wartość firmy EV [mln PLN]		13 992									
Dług netto* [mln PLN]		9 471									
Wartość kapitału		4 521									
Udziały mniejszości** [mln PLN]		880									
Ilość akcji [mln szt.]		1 753									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		2,08									

Przychody zmiana r/r	10,3%	6,8%	2,8%	0,1%	0,4%	0,5%	-0,4%	-1,0%	0,5%	0,3%
EBIT zmiana r/r	-5,3%	28,1%	17,5%	1,8%	2,7%	2,1%	-1,5%	-12,3%	-1,3%	-1,7%
FCF zmiana r/r	-	-	52,7%	122,9%	16,1%	13,1%	7,2%	-6,1%	2,6%	5,1%
Marża EBITDA	16,4%	17,7%	19,1%	19,5%	19,8%	20,1%	20,1%	19,0%	18,9%	18,7%
Marża EBIT	7,5%	9,0%	10,3%	10,4%	10,7%	10,9%	10,7%	9,5%	9,3%	9,1%
Marża NOPLAT	6,1%	7,3%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	8,7%	7,7%	7,6%	7,4%
CAPEX / Przychody	23,6%	14,3%	14,8%	12,7%	12,3%	11,8%	11,5%	11,2%	10,7%	10,3%
CAPEX / Amortyzacja	266,1%	164,5%	167,1%	141,0%	134,3%	128,1%	122,4%	117,0%	112,0%	107,3%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,3%	4,0%	9,9%	29,7%	11,1%	7,8%	8,1%	20,5%	-2,3%	-5,3%

Źródło: BDM S.A. - na '18P. ** - finansowanie z PFR dla Jaworzno 910 MW (umowa z grudnia'18)

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	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
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	71,5%	72,0%	73,2%	77,3%	80,0%	82,6%	85,1%	87,5%	92,0%	95,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	28,5%	28,0%	26,8%	22,7%	20,0%	17,4%	14,9%	12,5%	8,0%	4,8%
WACC	7,7%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,8%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,7	1,93	2,48	3,15	4,00	5,13	6,67	8,93	12,52	19,18
	0,8	1,48	1,96	2,55	3,28	4,23	5,51	7,31	10,06	14,75
	0,9	1,07	1,50	2,01	2,64	3,45	4,52	5,99	8,14	11,60
	1,0	0,70	1,07	1,52	2,08	2,77	3,67	4,89	6,61	9,24
	1,1	0,35	0,69	1,09	1,57	2,17	2,94	3,95	5,35	7,41
	1,2	0,04	0,33	0,69	1,11	1,64	2,30	3,15	4,31	5,95
	1,3	-0,26	0,01	0,33	0,70	1,16	1,73	2,46	3,42	4,75

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Premia za ryzyko	3,0%	2,43	3,05	3,82	4,83	6,17	8,07	10,94	15,81	25,86
	4,0%	1,48	1,96	2,55	3,28	4,23	5,51	7,31	10,06	14,75
	5,0%	0,70	1,07	1,52	2,08	2,77	3,67	4,89	6,61	9,24
	6,0%	0,04	0,33	0,69	1,11	1,64	2,30	3,15	4,31	5,95
	7,0%	-0,53	-0,29	-0,01	0,33	0,73	1,23	1,85	2,66	3,76
	8,0%	-1,02	-0,82	-0,59	-0,33	-0,01	0,37	0,84	1,43	2,20
	9,0%	-1,44	-1,28	-1,09	-0,88	-0,63	-0,33	0,03	0,48	1,04

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3,0%	6,64	5,98	5,38	4,83	4,32	3,85	3,42	3,02	2,64
	4,0%	5,19	4,48	3,85	3,28	2,77	2,30	1,87	1,48	1,11
	5,0%	4,00	3,28	2,64	2,08	1,57	1,11	0,70	0,33	-0,01
	6,0%	3,02	2,30	1,67	1,11	0,62	0,19	-0,21	-0,56	-0,88
	7,0%	2,19	1,48	0,86	0,33	-0,14	-0,56	-0,93	-1,26	-1,56
	8,0%	1,48	0,78	0,19	-0,33	-0,78	-1,17	-1,52	-1,83	-2,11
	9,0%	0,86	0,19	-0,39	-0,88	-1,31	-1,68	-2,01	-2,30	-2,56

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-2021 do dużych spółek energetycznych notowanych na GPW. Analizę oparto na wskaźniku EV/EBITDA. Obliczenia bazują na kursach z 8 lutego 2019 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 50%.

Porównując wyniki Tauron ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 4,0 mld PLN, co odpowiada 2,28 PLN/akcję. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'19 na poziomie 4,6x czyli z premią dla mnożników grupy porównawczej.

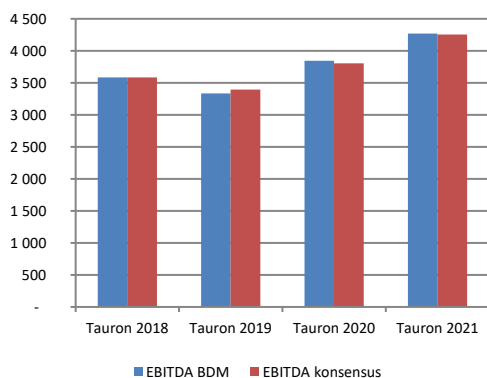
Wycena porównawcza

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
PGE	4,34	3,92	2,60
Enea	3,48	3,10	2,29
Energa	4,15	4,25	4,19
CEZ	8,04	7,23	6,95
Mediana	4,24	4,08	3,39
TAURON	4,56	3,91	3,42
Premia/dyskonto do spółki	7,3%	-4,1%	0,9%
Wycena wg wskaźnika	1,79	2,75	2,31
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji [PLN]	2,28		

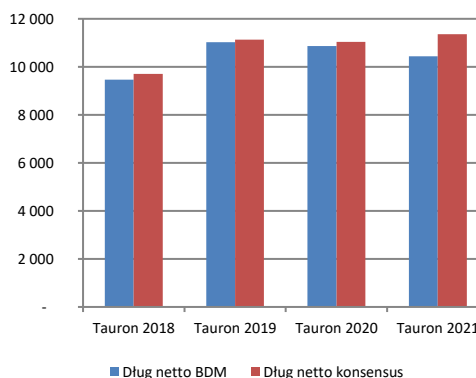
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.02.2019.

Zwracamy uwagę, że nasze prognozy EBITDA dla Tauron na 2018-2021 są zbieżne z konsensem Bloomberg. W przypadku zadłużenia netto nasze prognozy są nieco poniżej konsensusu Bloomberg.

Porównanie prognozy EBITDA BDM vs konsensus



Porównanie prognozy długu netto BDM vs konsensus



Źródło: BDM S.A., Bloomberg (08.02.19), szacunki własne

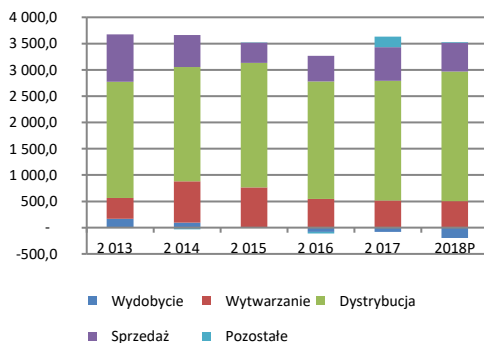
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (08.02.19), szacunki własne

GRUPA TAURON

Spółka jest pionowo zintegrowanym koncernem energetycznym prowadzącym działalność we wszystkich kluczowych segmentach tj. w obszarze wydobycia węgla kamiennego i wytwarzania, dystrybucji oraz obrotu energią elektryczną i ciepłem.

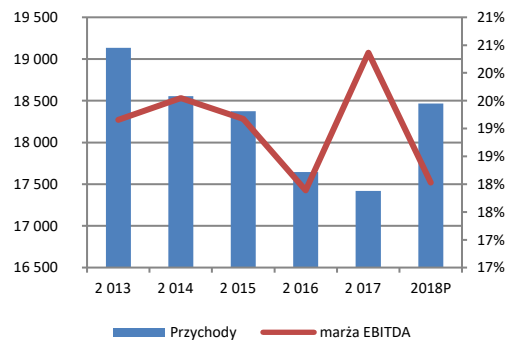
Na tle branży spółkę wyróżnia duży udział dystrybucji w generowanej EBITDA (60-70%, tylko Energa ma więcej), relatywnie przestarzały majątek w energetyce konwencjonalnej (najmniejsza dyspozycyjność) i najmniejszy udział aktywów OZE. Spółka jest największym w kraju „kupującym netto”, tzn. więcej energii sprzedaje niż wytwarza. Własne kopalnie węgla pokrywają ok. 60% zapotrzebowania na węgiel kamienny.

Struktura EBITDA [MPLN]



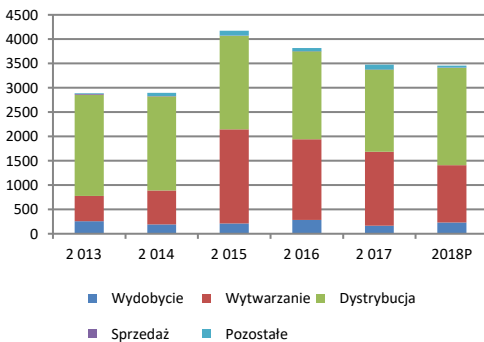
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

Przychody [MPLN] i marża EBITDA [%]



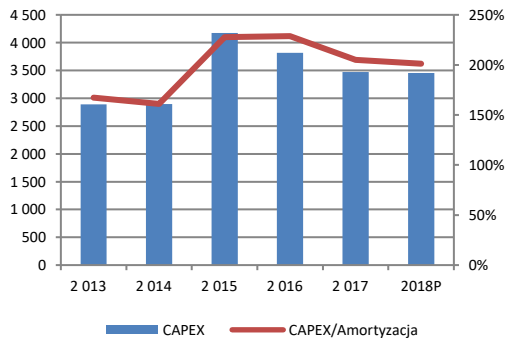
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- przychody, PS- marża

Struktura CAPEX [MPLN]



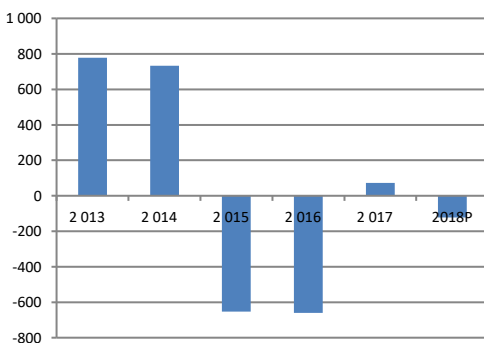
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

CAPEX [MPLN] i CAPEX/amortyzacja [%]



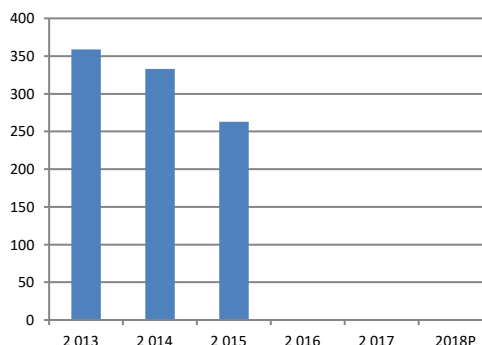
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

EBITDA-CAPEX [MPLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

Dywidenda [MPLN]



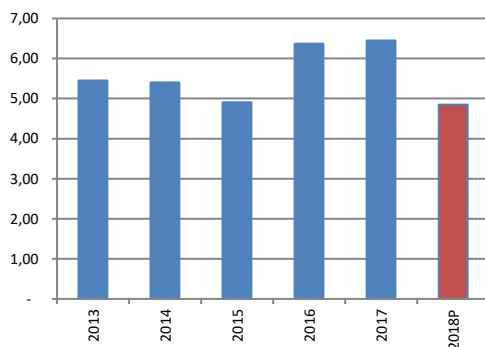
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

WYDOBYCIE

Spółka posiada 3 kopalnie węgla (Janina, Sobieski i Brzeszcze) wydobywające rocznie 5-6 mln ton węgla energetycznego rocznie (>10% w krajowej produkcji). Własne wydobycie węgla pokrywa ok. 60% zapotrzebowania GK Tauron.

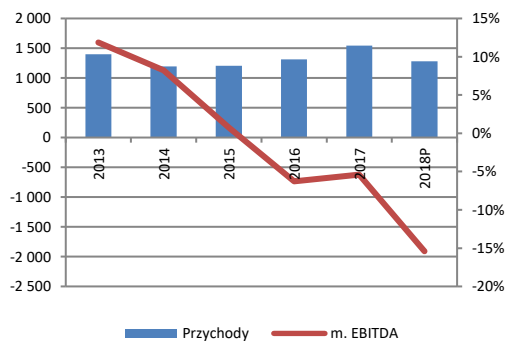
Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

Wydobycie węgla energetycznego [MT]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

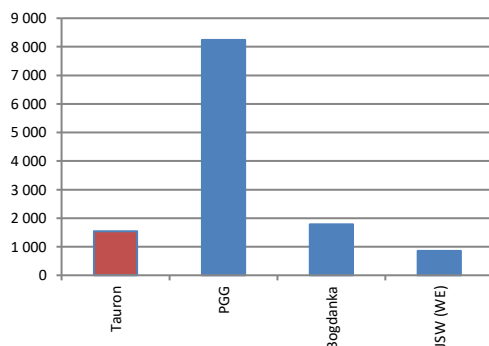
Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- przychody, PS- marża

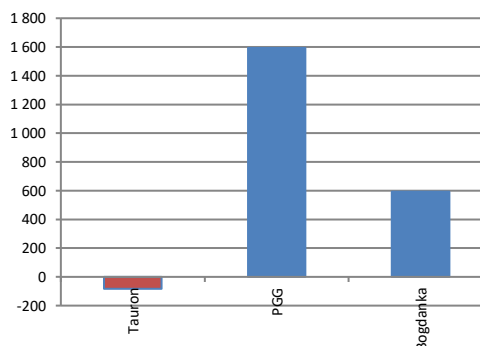
Pozycja konkurencyjna

Przychody ze sprzedaży węgla energetycznego 2017



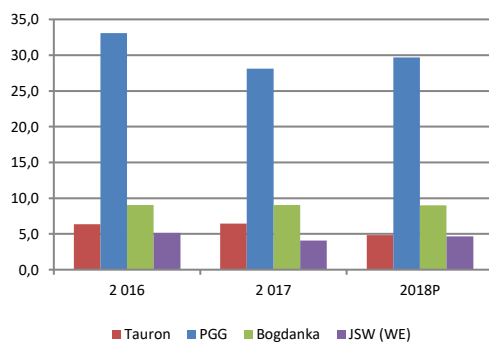
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. MPLN

EBITDA wydobycie 2017 [MPLN]



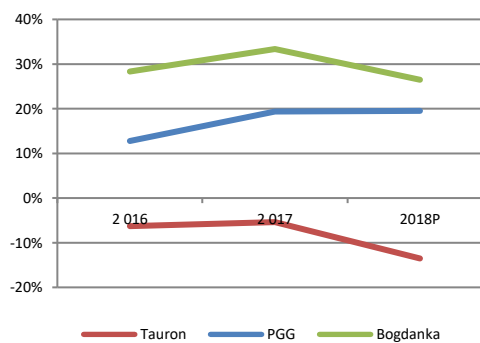
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne.

Wydobycie węgla energetycznego 2016-2018P



Źródło: BDM S.A., Spółka

Marża EBITDA spółek górniczych



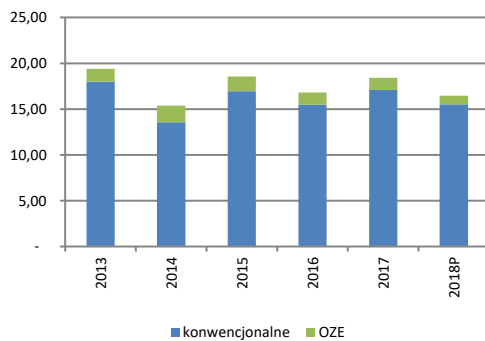
Źródło: BDM S.A., Spółka

WYTWARZANIE

Spółka posiada 5 elektrowni (Jaworzno, Łagisza, Łaziska, Siersza, Stalowa Wola) i 3 elektrociepłownie (Tychy, Katowice, Bielsko Biała) o łącznych mocach 4,638 GWe i 2,428 GWt. Moc w OZE wynosi 334 MW z czego 201 MW wiatrowych (Żagórze, Lipinki, Marszewo, Wicko).

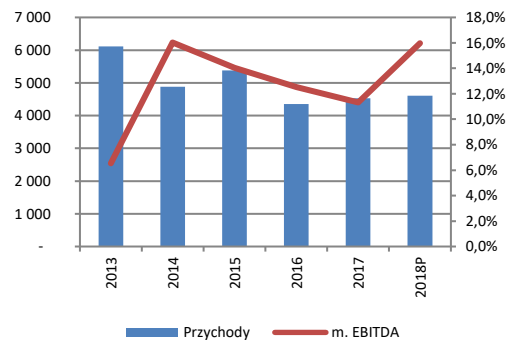
Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

Produkcja energii elektrycznej brutto [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

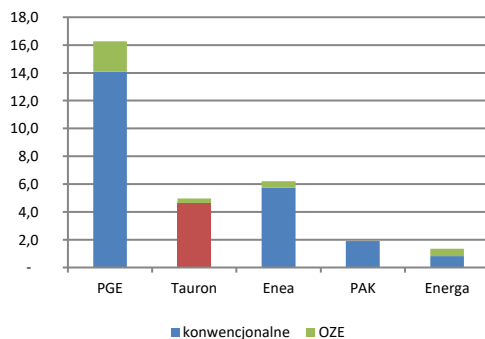
Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- przychody, PS- marża

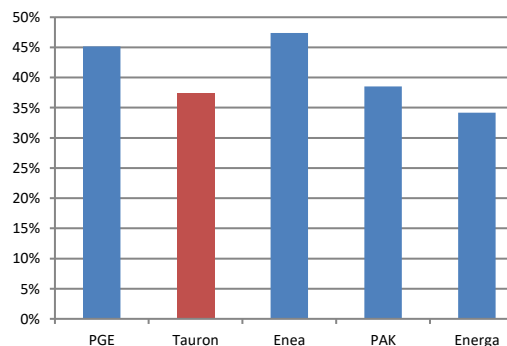
Pozycja konkurencyjna

Zainstalowana moc ogółem 3Q'18 [GW]



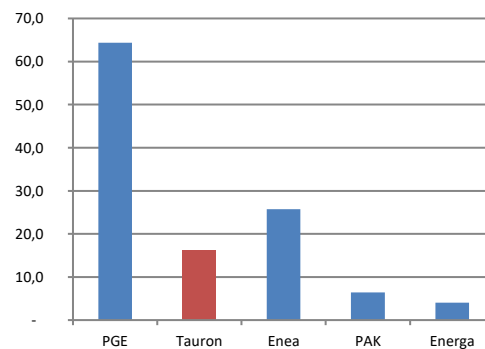
Źródło: BDM S.A., Spółki

Wskaźnik dyspozycyjności mocy ogółem*



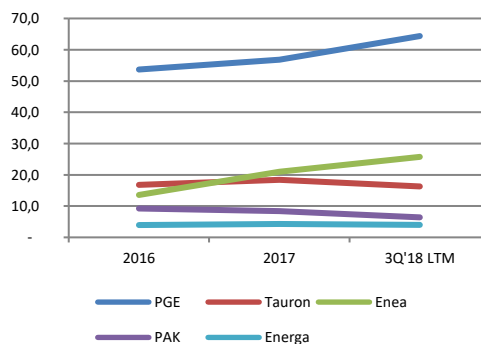
Źródło: BDM S.A., Spółki. *- procent czasu pracy z pełną mocą w roku.

Produkcja energii brutto 3Q'18 LTM [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółki

Produkcja energii brutto 2016-2018 [TWh]



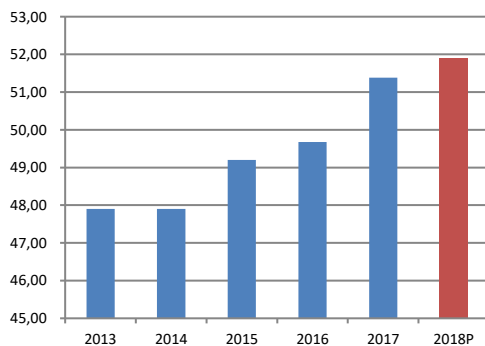
Źródło: BDM S.A., Spółki

DYSTRYBUCJA

Rocznie spółka dystrybuje ponad 50 TWh energii elektrycznej i jest pod tym względem liderem w Polsce (38% udziału w rynku). Sieć dystrybucyjna liczy ponad 270 tys. km (II miejsce), a energia trafia do ok. 5,5 mln klientów w Polsce. Segment dystrybucji stanowi 60-70% EBITDA grupy.

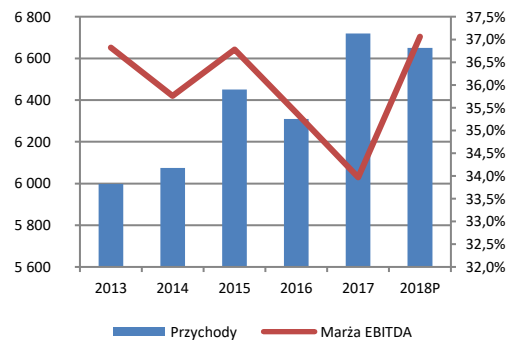
Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

Dystrybucja energii elektrycznej [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

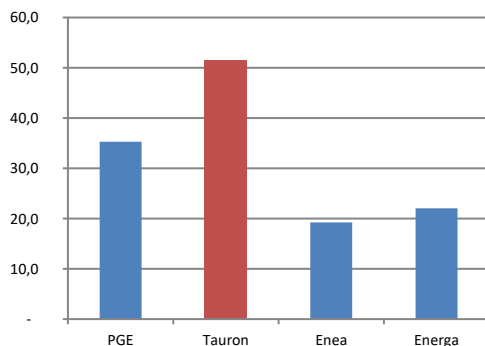
Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- przychody, PS- marża

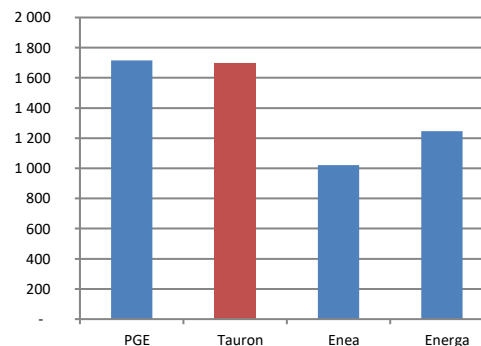
Pozycja konkurencyjna

Dystrybucja energii elektrycznej w 2017 roku [TWh]



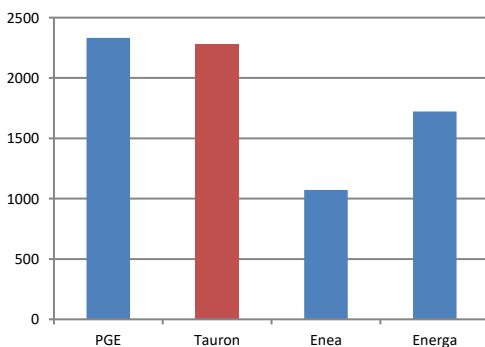
Źródło: BDM S.A., Spółki

CAPEX w dystrybucji [MPLN]



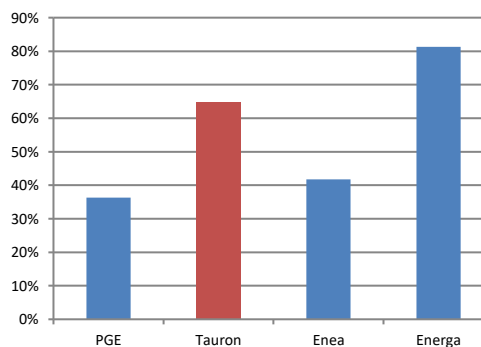
Źródło: BDM S.A., Spółki.

EBITDA w segmencie dystrybucja 2017 [MPLN]



Źródło: BDM S.A., Spółki

Udział dystrybucji w EBITDA spółek 2017



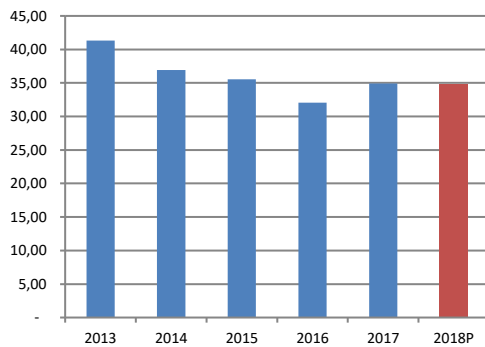
Źródło: BDM S.A., Spółki

SPRZEDAŻ

Rocznie spółka sprzedaje ponad ok. 35 TWh energii elektrycznej i zajmuje pod tym względem drugie miejsce w kraju (27% udziału w rynku). Co ważne, spółka jest największym w kraju „kupującym netto”, tzn. więcej energii sprzedaje niż wytwarza (brakującą część kupuje m.in. na TGE). Rocznie ekspozycja ta sięga 17-18 TWh.

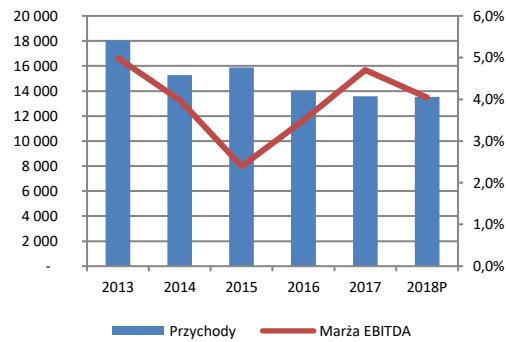
Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

Sprzedaż energii elektrycznej [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

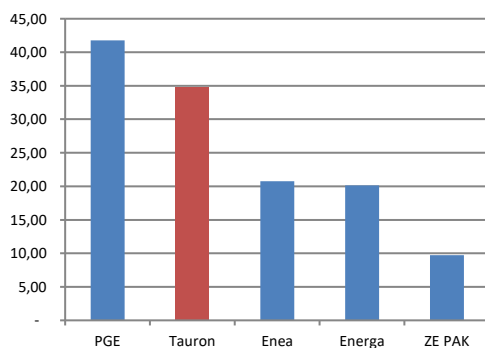
Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- przychody, PS- marża

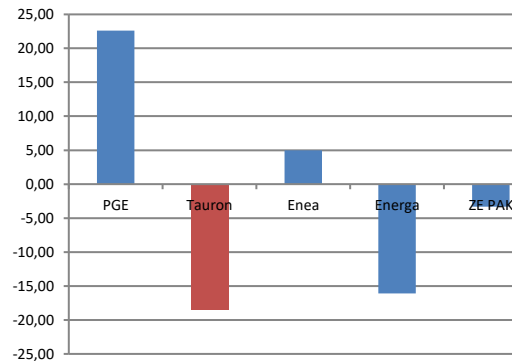
Pozycja konkurencyjna

Sprzedaż energii elektrycznej w 3Q'18 LTM [TWh]



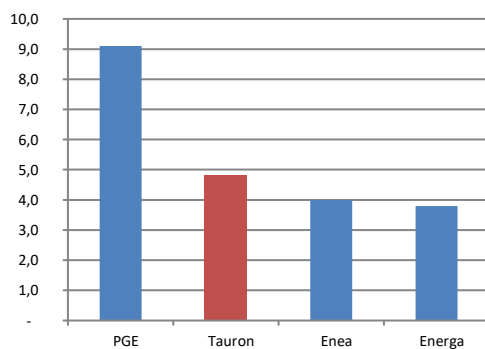
Źródło: BDM S.A., Spółki

Pozycja netto (wytwarzanie-sprzedaż) w 3Q'18 LTM



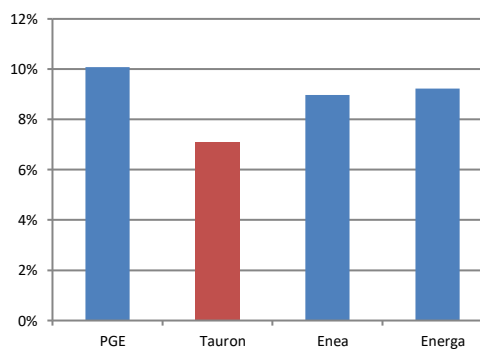
Źródło: BDM S.A., Spółki.

Sprzedaż w taryfie regulowanej (G) 2017 [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółki

Udział sprzedaży w taryfie regulowanej w przychodach*

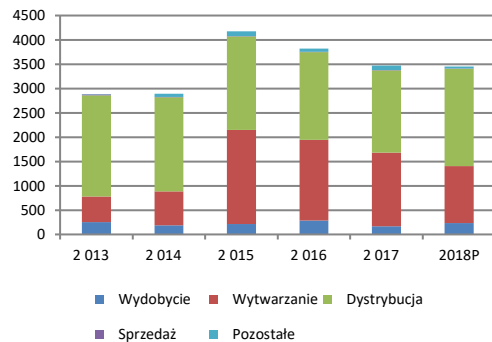


Źródło: BDM S.A., Spółki., szacunki własne. *- za 2017 rok.

CAPEX

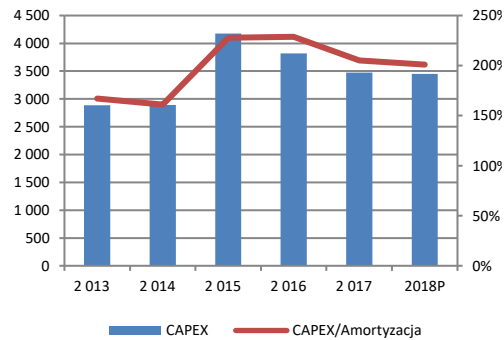
W latach 2015-2018 CAPEX spółki kształtował się na poziomie 3,5-4,2 mld PLN, co wynikało z rozpoczęcia sztandarowego projektu budowy elektrowni węglowej Jaworzno 910 MW (budżet 5,8 mld PLN brutto). Budowa ma zostać zakończona w listopadzie'19, co będzie owocować prawdopodobnie rekordowymi nakładami w 2019 roku (oczekujemy 4,8 mld PLN w tym 1,6 mld PLN na Jaworzno). Od 2020 roku CAPEX powinien spaść w okolice 3 mld PLN.

Struktura CAPEX [MPLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

CAPEX [MPLN] i CAPEX/amortyzacja [%]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

Główne realizowane i potencjalne projekty inwestycyjne [MPLN]

	Budżet	okres	CAPEX 1-3Q'18	Pozostało
Realizowane	7 234		1 942	2 720
Jaworzno 910 Mwe	5 805	2014-2019	693	1 896
Stalowa Wola 450 Mwe i 240 MWt (PGNiG)	-	2012-2019	-	-
poziom 800m ZG Janina	517	2013-2021	25	241
szyb Grzegorz ZG Sobieski	296	2017-2023	63	173
program inwestycyjny Brzeszcze	500	2016-2025	53	309
program likwidacji niskiej emisji (183 MWt)	50	2018-2023	5	45
Uciepłownienie łażsisa (modernizacja turbiny 460 MW) 150+144 MWt	66	2018-2020	10	56
Dystrybucja				
nowe przyłącza			456	
modernizacja sieci			637	
Nowe/potencjalne*	1 400		-	1 400
Modernizacje pod BAT	900	2019-2021		900
Nabycie farm wiatrowych 200 MW (in.ventus)	500	2019		500

Źródło: BDM S.A., Spółka, *- szacunki własne

Nasze założenia CAPEX na 2018-2020P są zbieżne z celami zarządu zawartymi w strategii spółki do 2025 roku (z perspektywą 2016-2020P) opublikowanej we wrześniu 2016 roku.

Prognozowany CAPEX vs strategia 2016-2020P [MPLN]

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	RAZEM	STRATEGIA 2016-2020P
CAPEX	3 817	3 474	3 453	4 811	3 106	18 661	18 000
Wydobywanie	283	166	231	310	310	1 300	1 300
Wytwarzanie	1 661	1 516	1 176	2 000	796	7 150	6 700
Dystrybucja	1 806	1 693	2 000	2 000	2 000	9 500	9 500
Sprzedaż	1	1	6	0	0	8	400
Pozostałe	65	98	40	500	0	703	1 500

Źródło: BDM S.A., Spółka, *- szacunki własne

STRATEGIA 2016-2025

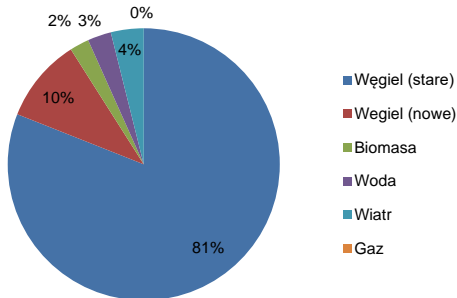
We wrześniu 2016 roku spółka opublikowała strategię na lata 2016-2025.

Główne inicjatywy strategiczne

L.P.	Inicjatywa	efekty MPLN				uwagi
		2016-2018	2017-2020	>2018	>2020	
1	Program poprawy efektywności (przyjęty 09.03.2016)	1000		400		redukcja CAPEX o 0,3 mld PLN rocznie
2	Inicjatywy strategiczne 2017-2020		1200		300	
3	Poprawa efektywności inwestycyjnej 2017-2020					0,7 mld PLN racjonalizacja CAPEX, 1,5 mld PLN wstrzymanie łagiszy
4	Optymalizacja struktury aktywów					Sprzedaż aktywów, które nie generują synergii
5	Doskonałość operacyjna we wszystkich biznesach					
6	Optymalizacja finansowania Grupy					Odciążenie bilansu (np.. Partner Jaworzno)
	RAZEM	1000	1200	400	700	

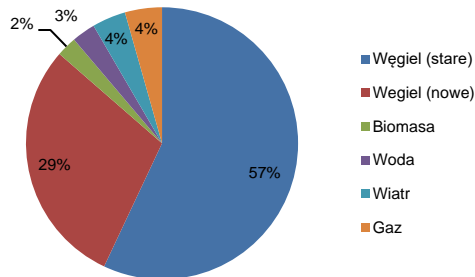
Źródło: BDM S.A., Spółka

Struktura aktywów wytwórczych 2015



Źródło: BDM S.A., Spółka.-Strategia 2016-2025

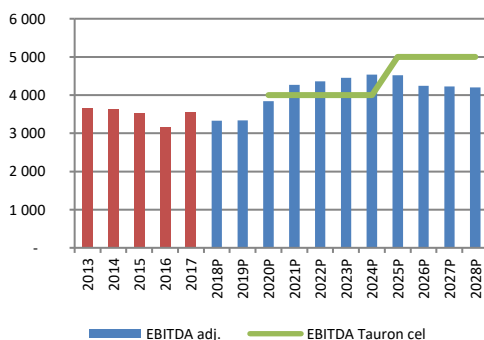
Struktura aktywów wytwórczych 2020P



Źródło: BDM S.A., Spółka.-Strategia 2016-2025

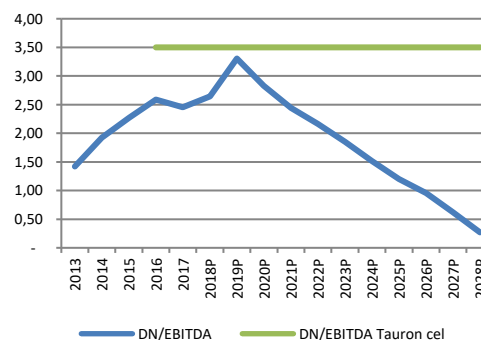
Głównymi celami finansowymi w strategii jest EBITDA w 2020 roku > 4 mld PLN i >5 mld PLN od 2025 roku. Nasze założenia są poniżej celów strategicznych >2025 roku.

Prognozowana EBITDA vs założenia strategiczne [MPLN]



Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. Prognozy BDM, założenia strategiczne Tauron- wrzesień 2016

Prognozowany dług netto/EBITDA vs cel spółki [x]



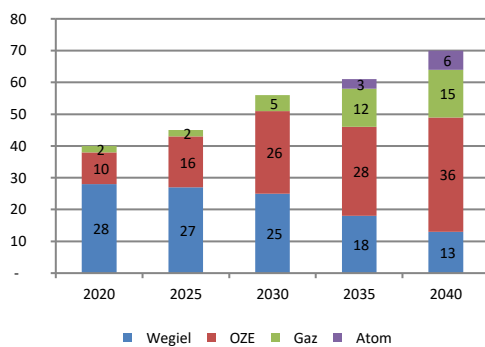
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. Prognozy BDM, założenia strategiczne Tauron- wrzesień 2016

PEP 2040 A TAURON

W listopadzie 2018 (23.11.2018) ME zaprezentowało Projekt Polityki Energetycznej Polski do 2040 roku. Spółka komunikowała wówczas, że w związku z ogłoszeniem PEP 2040 i planowanymi zmianami regulacyjnymi, jak i wynikami aukcji rynku mocy, podjęła prace nad aktualizacją "Strategii Grupy TAURON na lata 2016-2025" w zakresie kształtowania miks wytwórczego, którą zamierza przedstawić po 1Q'19.

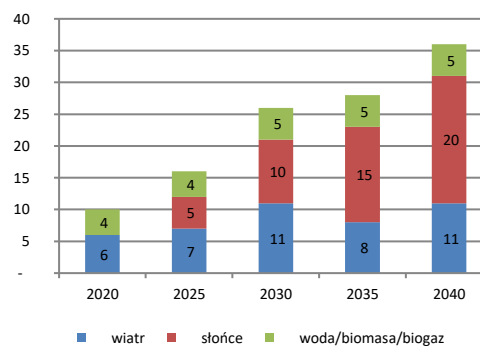
PEP 2040 kładzie nacisk na energetykę jądrową i morskie farmy wiatrowe. Zwracamy uwagę na niedopasowanie struktury produkcji energii w Tauron vs założenia PEP. Bez inwestycji Tauron w OZE dysproporcja ta będzie się z każdym rokiem zwiększać. Przy obecnych założeniach/inwestycjach spółka w 2025 roku wciąż będzie produkować >80% energii z węgla (ok. 70% prognozowane w systemie). Rodzi to ryzyka po stronie znaczących kosztów inwestycji w OZE bądź kosztów zakupu praw do emisji CO2.

Struktura mocy zainstalowanej ogółem 2020-2040 [MW]



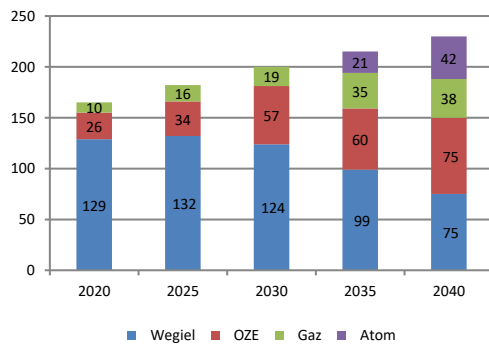
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura mocy zainstalowanej OZE 2020-2040 [MW]



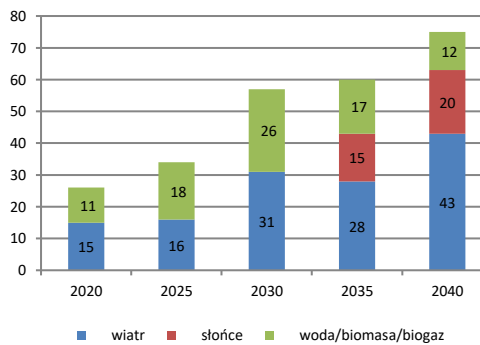
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura produkcji energii ogółem 2020-2040 [TWh]



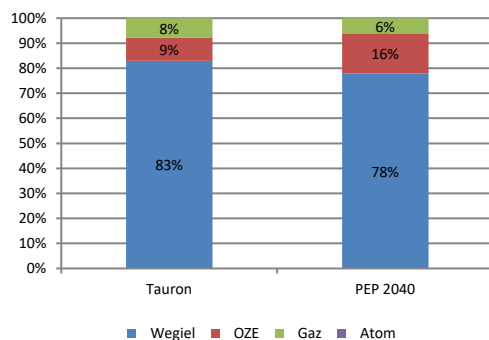
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura produkcji energii z OZE 2020-2040 [TWh]



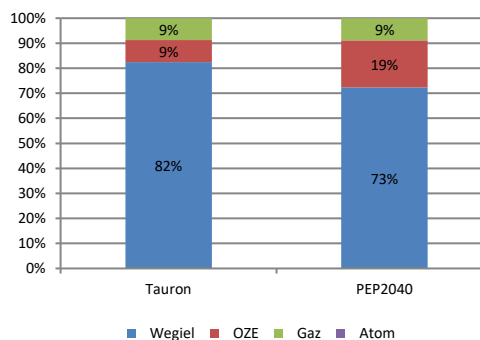
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura produkcji energii w 2020 Tauron vs PEP



Źródło: DM BDM S.A., spółka, PEP 2040

Struktura produkcji energii w 2025 Tauron vs PEP



Źródło: DM BDM S.A., spółka, PEP 2040

RYNEK MOCY

Rynek mocy w Polsce powstał na podstawie ustawy z 8 grudnia 2017 roku. W sierpniu 2018 pojawiło się rozporządzenie określające warunki pierwszych 3 aukcji na lata 2021-2023. W listopadzie 2018 przeprowadzono pierwszą aukcję (na 2021 rok), a kolejne 2 odbyły się w grudniu 2018.

Ceny aukcji rynku mocy okazały się wyższe od oczekiwań kształtujących się na poziomie 160-170 PLN/kW (165 PLN/kW wynikało z budżetu w OSR do projektu ustawy), co zdecydowanie poprawiło nastroje na spółkach energetycznych. Tym samym budżet rynku mocy w 2021-2023 wyniesie 5,4-5,1 mld PLN (budżet w OSR 3,7 mld PLN) i zostanie sfinansowany specjalną opłatą mocową w rachunkach klientów:

- aukcja na 2021 rok (15.11.2018) 240,32 PLN/kW;
- aukcja na 2022 rok (05.12.2018) 198 PLN/kW;
- aukcja na 2023 rok (21.12.2018) 202,99 PLN/kW;

Aukcja z dostawą na 2024 rok ma się odbyć w grudniu 2019.

Wyniki aukcji rynku mocy [MW]

	Aukcja na 2021 MW					Aukcja na 2022 MW			Aukcja na 2023 MW			RAZEM MW
	na 17 lat	na 15 lat	na 7 lat	na 5 lat	na 1 rok	na 15 lat	na 5 lat	na 1 rok	na 15 lat	na 5 lat	na 1 rok	
PGE	-	1 944	280	2 419	7 009	-	-	7 062	-	-	6 850	25 564
Tauron	5	768	-	1 474	426	-	-	422	-	-	393	3 488
Enea	-	915	-	2 711	37	-	-	37	426	-	37	4 163
Energa	-	-	-	585	392	-	-	442	426	-	477	2 323
ZE PAK	-	-	-	-	587	-	-	587	-	-	587	1 761
Polenergia	-	-	-	-	114	-	-	114	-	-	114	341
EC Będzin	-	-	-	-	55	-	-	55	-	-	-	110
pozostali	433	63	443	225	1 543	-	-	1 880	-	-	1 321	5 907
RAZEM	438	3 690	723	7 415	10 162	-	-	10 599	853	-	9 779	43 657

Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

Wsparcie z rynku mocy po wynikach 3 aukcji [MW]

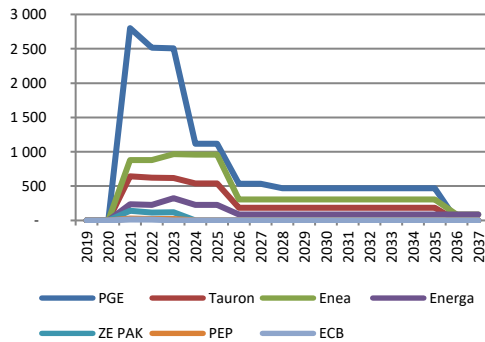
	2021	2022	2023	2024-2025	2026-2027	2028-2035	2036-2037
PGE	11 652	11 705	11 493	4 643	2 224	1 944	-
Tauron	2 673	2 669	2 640	2 247	773	773	5
Enea	3 663	3 663	4 089	4 052	1 341	1 341	-
Energa	977	1 027	1 489	1 012	426	426	-
ZE PAK	587	587	587	-	-	-	-
Polenergia	114	114	114	-	-	-	-
EC Będzin	55	55	-	-	-	-	-
pozostali	2 706	3 044	2 485	1 164	939	496	433
RAZEM	22 427	22 864	22 896	13 117	5 703	4 980	438

Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

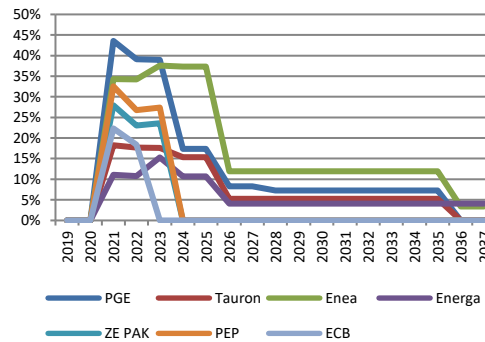
Przychody z rynku mocy [MPLN]

	Przychody z RM MPLN			Przychody w całym okresie MPLN	NPV wsparcia*	%
	2021	2022	2023	2021-2037	MPLN	kapitalizacji**
PGE	2 800	2 514	2 506	12 070	8 113	36%
Tauron	642	622	620	4 661	2 460	58%
Enea	880	879	965	6 565	3 889	79%
Energa	235	228	324	797	1 081	25%
ZE PAK	141	116	119	141	259	61%
Polenergia	27	23	23	27	50	5%
EC Będzin	13	11	-	13	17	25%
pozostali	650	642	548	10 051	2 075	
RAZEM	5 390	5 035	5 105	34 326	17 945	

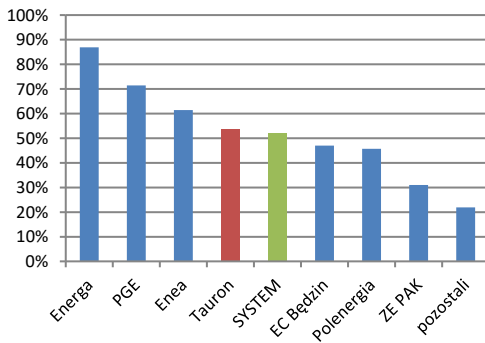
Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE. * - NPV dla WACC 10% i bez jakichkolwiek kosztów utrzymania mocy. ** - do kapitalizacji 05.02.2019 (close).

Krzywa wsparcia z rynku mocy 2021-2037P [MPLN]


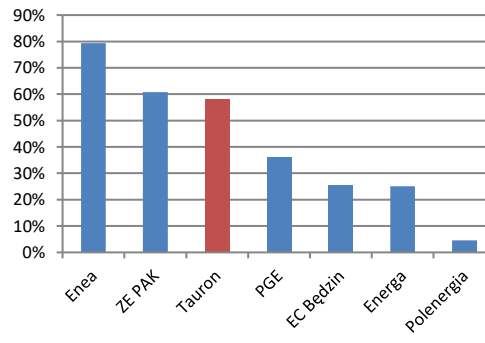
Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

Wsparcie z RM jako % EBITDA 2017


Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

Udział aktywów korzystających ze wsparcia 2021-2023*


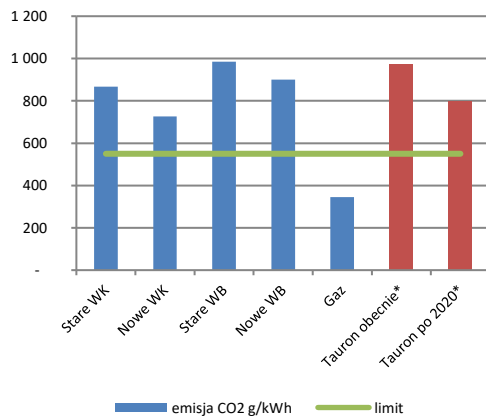
Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE. *- średnia 2021-2023

NPV wsparcia RM/kapitalizację*


Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE. *- na dzień 05.02.2019

Zasada 550 gram

Dn. 19.12.2018 KE przyjęła „zasadę 550 gram CO₂/kWh energii”. W praktyce oznacza to brak pomocy publicznej, np. w formie rynku mocy, dla źródeł wytwórczych emitujących >550 g. CO₂/kWh energii i eliminuje ze wsparcia źródła konwencjonalne na węgiel (nowe jednostki na WK emitują ok. 750 g. CO₂/kWh, polski system ok. 950 g.). Wsparcie będą mogły otrzymać OZE i źródła gazowe (350 g. CO₂/kWh). Porozumienie ma zostać przyjęte na posiedzeniu plenarnym PE prawdopodobnie w 1H'19. Wsparcie dla jednostek w kontraktach wieloletnich (15-17 lat) ma być realizowane (gwarancja praw nabytych).

Emisyjność CO₂ źródeł wytwórczych w polskim systemie


Źródło: DM BDM S.A., spółki, II, szacunki własne

USTAWA OGRANICZAJĄCA WZROST CEN ENERGII

Dn. 28.12.2018 Sejm uchwalił ustawę „o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw”. Ustawa weszła w życie z dniem 01.01.2019. Ustawa:

- obniża opłatę przejściową o 95% (art. 2 ustawy);
- obniża akcyzę z 20 do 5 PLN/MWh (art. 1 ustawy);
- wprowadza „cennik energii elektrycznej” (art. 5 ustawy), który zamraza ceny usług dystrybucji (na 31.12.2018) i sprzedawanej energii elektrycznej (na 30.06.2018);
- tworzy „Fundusz Wypłaty Różnicy Ceny” mający zrehabilitować utracone przychody przedsiębiorstwom energetycznym (art.11- wymaga rozporządzenia ME).

Zwracamy uwagę, że początkowo Sejm obradował nad projektem zawierającym 4 artykuły (obniżenie akcyzy i opłaty przejściowej), a ostateczny kształt ustawa zyskała 28.12.2018 (21 artykułów).

Minister energii szacował budżet całej ustawy na poziomie ok. 9 mld PLN, który ma wynikać z obniżenia akcyzy (ok. 1,85 mld PLN), opłaty przejściowej (ok. 2,24 mld PLN) i sprzedaży praw do emisji CO2 (ok. 5 mld PLN).

W naszej opinii potencjalne rekompensaty (w 1Q'19 ma pojawić się rozporządzenie precyzujące kwotę rekompensat) w wysokości ok. 9 mld PLN nie będą w stanie zrównoważyć wzrostu kosztów zakupu energii na TGE, które wzrosły na 2019 rok o ok. 78 PLN/MWh. Przy zużyciu energii przez odbiorców końcowych 136 TWh (dane za 2017) daje to potencjalny koszt >10 mld PLN. W relacji do skonsolidowanej EBITDA największej może stracić Tauron (ok. 400 mln PLN). Nasze prognozy dla Tauron nie uwzględniają w pełni potencjalnej utraty marży.

Szacowany wpływ ustawy ograniczającej wzrost cen energii na wynik spółek energetycznych

	szac. wpływ (OSR) MPLN	szac. wpływ minister MPLN	potencjalny wpływ MPLN*	uwagi
obniżka akcyzy	1 850	1 850	2 040	z 20 na 5 PLN/MWh
obniżka opłaty przejściowej	1 700	2 240	b.d.	
Fundusz Wypłaty Różnicy Ceny		4 000	4 415	80% wpływów ze sprzedaży CO2
krajowy system zielonych inwestycji		1 000	1 104	20% wpływów ze sprzedaży CO2
RAZEM	3 550	9 090		
/MWh		66,8		
wzrost cen na TGE (FY'19 vs FY'18)		78,2		
Sprzedaż detaliczna energii 2017 TWh		136,0		
		MPLN	% EBITDA 2017	
utrata marży sp. obrotu*		-1 545	-9,6%	
PGE		-454	-7,1%	
Tauron		-397	-11,3%	
Enea		-215	-8,4%	
Energa		-234	-11,1%	

Źródło: BDM, spółki, * szacunki własne

PROGNOZA 4Q'18 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

W 4Q'18 zwracamy uwagę w szczególności na:

Wydobycie:

- dalszy spadek produkcji węgla w tempie porównywalnym do 1-3Q'18 (-23% r/r);
- wzrost cen węgla (PSCMI1 +16% r/r);
- dalszy wzrost MCC i erozji EBITDA segmentu;

Wytwarzanie:

- wzrost wolumenów produkcji e. konwencjonalnej (dane PSE za 4Q'18 sugerują wzrost generacji węglowych rzędu 7% r/r);
- dalszy, wyraźny spadek produkcji OZE (PSE -20% r/r wiatr, -53% r/r woda);
- niższe ceny sprzedaży e.e. (-3% q/q, +34% r/r);
- spadek CDS zarówno q/q jak i r/r (gł. wzrost kosztów CO2 z 18,8 EUR po 3Q'18 na 20,4 EUR/t);
- nieco niższe przychody z ORM i IRZ (wyższa generacja);
- nieco lepszy wynik OZE r/r (wysokie ceny zielonych certyfikatów ale niska produkcja);
- nieco wyższy wynik ciepła r/r

Dystrybucja:

- wzrost WRA w 2018 (16,95 mld PLN) i WACC (6,015% vs 5,633%);
- utrzymanie wolumenów dystrybucji energii (w 1-3Q'18 +1% r/r);

Sprzedaż:

- utrzymanie wolumenów sprzedaży energii (w 1-3Q'18 +1% r/r);
- niższy wzrost cen sprzedaży energii vs ceny zakupu na TGE;
- wzrost cen zielonych certyfikatów i obowiązku OZE;

Prognozy wyników na 4Q'2018 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18P	zmiana r/r	2017	2018P	zmiana r/r	2019P	zmiana r/r	2020P	zmiana r/r
Przychody	4 544,7	4 787,9	5,4%	17 418,7	18 466,5	6,0%	20 377,1	10,3%	21 753,2	6,8%
Wynik brutto na sprzedaży	557,5	433,7	-22,2%	2 912,3	2 372,1	-18,5%	2 588,0	9,1%	3 091,0	19,4%
EBITDA	693,3	612,0	-11,7%	3 640,0	3 583,6	-1,6%	3 334,3	-7,0%	3 843,3	15,3%
EBITDA adj.	748,3	612,0	-18,2%	3 547,0	3 329,6	-6,1%	3 334,3	0,1%	3 843,3	15,3%
Wydobycie	-41,4	-78,4	-	-83,0	-196,9	-	-136,6	-	-95,3	-30,3%
Wytwarzanie	77,6	87,0	12,1%	512,4	505,9	-1,3%	629,0	24,3%	855,6	36,0%
Dystrybucja	488,1	508,3	4,1%	2 282,7	2 464,8	8,0%	2 465,4	0,0%	2 503,3	1,5%
Sprzedaż	150,2	95,1	-36,7%	638,2	546,2	-14,4%	376,6	-31,0%	579,6	53,9%
Pozostałe	3,4	0,0	-	118,0	130,2	10,3%	0,0	-	0,0	-
Nieprzypisane/eliminacje	70,3	0,0	-	78,7	-120,7	-	0,0	-	0,0	-
EBIT	230,0	177,5	-22,9%	1 879,3	1 483,1	-21,1%	1 526,7	2,9%	1 955,1	28,1%
Zysk brutto	276,0	136,7	-50,5%	1 757,7	1 224,9	-30,3%	1 348,0	10,0%	1 763,0	30,8%
Zysk netto	188,5	110,8	-41,2%	1 380,7	963,6	-30,2%	1 091,9	13,3%	1 428,0	30,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,3%	9,1%		16,7%	12,8%		12,7%		14,2%	
Marża EBITDA	15,3%	12,8%		20,9%	19,4%		16,4%		17,7%	
Marża EBIT	5,1%	3,7%		10,8%	8,0%		7,5%		9,0%	
Marża zysku netto	4,1%	2,3%		7,9%	5,2%		5,4%		6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Perspektywy kolejnych kwartałów [mln PLN]

	IQ'17	IIQ'17	IIIQ'17	IVQ'17	IQ'18	IIQ'18	IIIQ'18	IVQ'18P	IQ'19P	IIQ'19P	IIIQ'19P	IVQ'19P
Przychody	4 591,1	4 166,9	4 116,0	4 544,7	4 825,5	4 376,8	4 476,3	4 787,9	5 231,1	4 790,3	4 787,9	5 567,8
Wydobycie	384,1	397,6	336,8	423,0	385,2	293,5	272,6	326,4	329,9	340,7	309,5	415,8
Wytwarzanie	1 220,7	1 064,1	1 042,7	1 203,6	1 172,2	947,2	1 149,4	1 336,7	1 236,0	942,4	1 062,8	1 445,8
Dystrybucja	1 733,4	1 634,6	1 618,9	1 733,0	1 788,8	1 675,0	1 481,6	1 705,4	1 794,8	1 658,5	1 478,3	1 738,4
Sprzedaż	3 617,4	3 059,6	3 130,2	3 760,7	3 453,7	3 161,5	3 415,4	3 489,2	4 025,2	3 777,5	3 823,2	4 265,8
Pozostałe	194,8	197,8	205,8	206,2	195,6	219,1	201,9	206,2	195,6	219,1	201,9	206,2
EBITDA	1 222,5	929,8	794,4	693,3	1 292,2	901,6	777,7	612,0	867,7	847,8	824,8	794,0
Wydobycie	-29,5	24,7	-37,0	-41,4	10,3	-76,0	-28,8	-78,4	-25,4	-21,0	-35,5	-54,7
Wytwarzanie	227,9	115,8	91,1	77,6	465,3	126,4	57,2	87,0	211,8	103,6	122,1	191,4
Dystrybucja	607,0	596,3	591,3	488,1	638,1	697,7	620,7	508,3	643,8	655,3	627,1	539,1
Sprzedaż	380,0	165,4	145,6	150,2	177,8	148,6	124,7	95,1	37,5	109,8	111,1	118,2
Pozostałe	37,0	27,6	3,4	18,8	0,7	4,9	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA adj.	1 032,5	971,8	794,4	748,3	1 062,2	901,6	753,7	612,0	867,7	847,8	824,8	794,0
Wydobycie	-29,5	24,7	-37,0	-41,4	10,3	-76,0	-52,8	-78,4	-25,4	-21,0	-35,5	-54,7
Wytwarzanie	227,9	115,8	91,1	77,6	235,3	126,4	57,2	87,0	211,8	103,6	122,1	191,4
Dystrybucja	607,0	596,3	591,3	488,1	638,1	697,7	620,7	508,3	643,8	655,3	627,1	539,1
Sprzedaż	190,0	152,4	145,6	150,2	177,8	148,6	124,7	95,1	37,5	109,8	111,1	118,2
Pozostałe	37,0	82,6	3,4	73,8	0,7	4,9	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marża	22,5%	23,3%	19,3%	16,5%	22,0%	20,6%	16,8%	12,8%	16,6%	17,7%	17,2%	14,3%
Wydobycie	-7,7%	6,2%	-11,0%	-9,8%	2,7%	-25,9%	-19,4%	-24,0%	-7,7%	-6,1%	-11,5%	-13,2%
Wytwarzanie	18,7%	10,9%	8,7%	6,4%	20,1%	13,3%	5,0%	6,5%	17,1%	11,0%	11,5%	13,2%
Dystrybucja	35,0%	36,5%	36,5%	28,2%	35,7%	41,7%	41,9%	29,8%	35,9%	39,5%	42,4%	31,0%
Sprzedaż	5,3%	5,0%	4,7%	4,0%	5,1%	4,7%	3,7%	2,7%	0,9%	2,9%	2,9%	2,8%
Pozostałe	19,0%	41,7%	1,6%	35,8%	0,4%	2,3%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	9 269,4	9 027,3	8 829,5	8 943,5	9 328,3	9 375,5	8 998,5	9 471,0	9 949,7	10 247,8	10 605,0	11 021,4
/EBITDA 12m	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,8	3,2	3,3	3,4	3,3
KDO (podstawowe)												
Produkcja węgla [mln ton]	1,51	1,81	1,36	1,77	1,42	1,10	1,09	1,24	1,28	1,32	1,20	1,61
Wytwarzanie e.e. [TWh]	4,89	4,56	4,57	4,38	3,94	3,62	4,35	4,53	3,54	3,32	3,90	4,55
Dystrybucja e.e. [TWh]	13,31	12,40	12,61	13,06	13,42	12,59	12,83	13,06	13,42	12,59	12,83	13,06
Sprzedaż detaliczna e.e. [TWh]	9,12	8,08	8,35	9,39	9,28	7,93	8,17	9,39	9,28	7,93	8,17	9,39

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Opis założeń znajduje się na stronie 6 raportu.

Główne założenia w modelu na 2018-2028P

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Wydobycie													
produkcja węgla [MT]	6,37	6,45	4,85	5,41	5,94	6,50	7,00	7,35	7,72	7,72	7,72	7,72	7,72
cena węgla [PLN/t]	214,94	226,68	267,38	258,13	258,13	258,13	258,13	258,13	258,13	258,13	258,13	258,13	258,13
PSCMI1 [PLN/t]	193,82	205,14	239,04	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00	240,00
Wytwarzanie													
moc zainstalowana [GW]	4,96	4,97	4,97	4,79	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33
w tym OZE [GW]	0,34	0,33	0,33	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53
wytwarzanie energii brutto [TWh]	16,81	18,40	16,44	15,31	17,89	18,65	18,65	18,65	18,65	18,65	18,65	18,65	18,65
w tym z OZE [TWh]	1,32	1,30	0,93	1,38	1,64	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65
cena sprzedaży e.e. [PLN/MWh]	200,10	177,88	227,06	247,93	252,65	252,65	252,65	252,65	252,65	252,65	252,65	252,65	252,65
wytwarzanie ciepła [PJ]	11,52	12,20	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72	10,72
cena sprzedaży ciepła [PLN/GJ]	54,50	53,29	57,51	61,73	62,46	62,46	62,46	62,46	62,46	62,46	62,46	62,46	62,46
cena zielonych certyfikatów [PLN/MWh]	73,90	37,09	101,46	107,50	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
cena praw do emisji CO2 [EUR/t]	5,36	5,83	15,88	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Dystrybucja													
dystrybucja e.e. [TWh]	49,68	51,38	51,90	51,90	51,90	51,38	51,90	51,90	51,90	51,38	51,90	51,90	51,90
WRA [mld PLN]	15,62	16,33	16,95	17,86	18,70	19,48	20,21	20,85	21,40	21,86	22,25	22,57	22,82
WACC [%]	5,675%	5,633%	6,015%	6,015%	5,967%	5,967%	5,967%	5,967%	5,967%	5,967%	5,967%	5,967%	5,967%
Sprzedaż													
sprzedaż e.e. detal [TWh]	32,04	34,94	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77	34,77
Przychody netto [MPLN]													
Przychody netto	17 646	17 419	18 467	20 377	21 753	22 356	22 377	22 476	22 595	22 510	22 279	22 385	22 461
Wylączenia międzysegmentowe													
Wylączenia międzysegmentowe	9 175	9 746	8 410	9 090	9 681	10 060	10 102	10 205	10 324	10 246	10 077	10 168	10 238
Przychody brutto [MPLN]													
Przychody brutto	26 822	27 165	26 877	29 467	31 434	32 416	32 480	32 681	32 919	32 756	32 356	32 553	32 699
Wydobycie													
Wydobycie	1 311	1 541	1 278	1 396	1 532	1 678	1 807	1 897	1 992	1 992	1 992	1 992	1 992
Wytwarzanie													
Wytwarzanie	4 356	4 531	4 605	4 687	5 405	6 232	6 137	6 118	6 130	6 130	5 699	5 764	5 776
e.e.													
e.e.	3 102	3 486	3 565	3 603	4 290	4 475	4 475	4 475	4 475	4 475	4 475	4 475	4 475
ciepło													
ciepło	861	874	888	953	964	964	888	953	964	964	888	953	964
prawa majątkowe													
prawa majątkowe	336	115	116	131	150	151	151	151	151	151	151	151	151
Rynek Mocy													
Rynek Mocy	0	0	0	0	0	642	624	540	540	540	186	186	186
Dystrybucja													
Dystrybucja	6 310	6 720	6 651	6 670	6 799	6 640	6 670	6 799	6 931	6 768	6 799	6 931	7 066
Sprzedaż													
Sprzedaż	14 016	13 568	13 520	15 892	16 875	17 043	17 043	17 043	17 043	17 043	17 043	17 043	17 043
Pozostałe													
Pozostałe	828	805	823	823	823	823	823	823	823	823	823	823	823
EBITDA adj. [MPLN]													
EBITDA adj.	3 157	3 547	3 330	3 334	3 843	4 271	4 358	4 456	4 535	4 522	4 244	4 231	4 205
Wydobycie													
Wydobycie	-82	-83	-197	-137	-95	-7	78	144	259	231	203	173	143
Wytwarzanie													
Wytwarzanie	545	512	506	629	856	1 202	1 177	1 185	1 131	1 131	871	880	882
Dystrybucja													
Dystrybucja	2 233	2 283	2 465	2 465	2 503	2 501	2 540	2 574	2 603	2 628	2 649	2 666	2 679
Sprzedaż													
Sprzedaż	490	638	546	377	580	575	564	553	543	532	522	511	500
Pozostałe/wylączenia													
Pozostałe/wylączenia	-29	197	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Marża EBITDA adj. [%]													
Marża EBITDA adj.	17,9%	20,4%	18,0%	16,4%	17,7%	19,1%	19,5%	19,8%	20,1%	20,1%	19,0%	18,9%	18,7%
Wydobycie													
Wydobycie	-6,3%	-5,4%	-15,4%	-9,8%	-6,2%	-0,4%	4,3%	7,6%	13,0%	11,6%	10,2%	8,7%	7,2%
Wytwarzanie													
Wytwarzanie	12,5%	11,3%	11,0%	13,4%	15,8%	19,3%	19,2%	19,4%	18,4%	18,4%	15,3%	15,3%	15,3%
Dystrybucja													
Dystrybucja	35,4%	34,0%	37,1%	37,0%	36,8%	37,7%	38,1%	37,9%	37,6%	38,8%	39,0%	38,5%	37,9%
Sprzedaż													
Sprzedaż	3,5%	4,7%	4,0%	2,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%
Pozostałe/wylączenia													
Pozostałe/wylączenia	-3,5%	24,5%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM, spółka, szacunki własne

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	31 049	32 310	34 813	36 032	37 357	38 186	38 891	39 477	39 949	40 312	40 570	40 727
WNiP	1 294	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281
RAT	28 080	29 514	32 017	33 235	34 561	35 390	36 095	36 681	37 153	37 516	37 773	37 931
pozostałe	1 674	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515	1 515
Aktywa obrotowe	4 786	4 547	5 050	5 636	6 152	5 420	5 624	5 997	6 444	6 781	6 067	6 077
zapasy	295	474	551	573	589	589	592	595	593	587	590	592
należności	2 033	2 131	2 479	2 579	2 650	2 653	2 665	2 679	2 669	2 641	2 654	2 663
świadczenia pochodzenia energii	652	551	551	551	551	551	551	551	551	551	551	551
środki pieniężne i ekwiwalenty	909	282	331	787	1 210	474	663	1 018	1 477	1 850	1 120	1 119
Aktywa razem	35 835	36 857	39 863	41 668	43 510	43 606	44 515	45 475	46 393	47 093	46 636	46 805
Kapitał własny	18 068	19 111	20 203	21 631	23 439	25 288	27 193	29 144	31 069	32 757	34 432	36 084
udziały mniejszości	31	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
zysk netto okresu	1 381	964	1 092	1 428	1 808	1 849	1 905	1 951	1 925	1 688	1 675	1 652
Zobowiązania długoterminowe	12 738	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175	12 175
kredyty, pożyczki, leasing	9 501	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459	9 459
rezerwy na świadczenia pracownicze	1 381	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086
pozostałe rezerwy	1 856	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630	1 630
RMK i dotacje rządowe	541	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360
pozostałe zobowiązania	872	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776
Zobowiązania krótkoterminowe	5 029	5 571	7 485	7 862	7 895	6 142	5 147	4 156	3 150	2 161	30	-1 454
kredyty, pożyczki, leasing	351	293	1 893	2 193	2 193	443	-557	-1 557	-2 557	-3 557	-5 707	-7 207
zobowiązania wobec dostawców	1 042	1 016	1 152	1 185	1 199	1 198	1 200	1 204	1 201	1 206	1 214	1 221
zobowiązania inwestycyjne	797	450	510	524	531	530	531	533	532	534	537	540
pozostałe zobowiązania finansowe	285	881	999	1 028	1 040	1 039	1 041	1 044	1 042	1 046	1 053	1 059
rezerwy na świadczenia pracownicze	134	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93
pozostałe rezerwy	1 302	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201	1 201
RMK i dotacje rządowe	297	323	323	323	323	323	323	323	323	323	323	323
pozostałe zobowiązania	820	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314	1 314
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	17 419	18 467	20 377	21 753	22 356	22 377	22 476	22 595	22 510	22 279	22 385	22 461
koszty produktów, tow. i materiałów	14 506	16 094	17 789	18 662	18 891	18 870	18 899	18 962	18 919	18 998	19 127	19 235
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2 912	2 372	2 588	3 091	3 465	3 507	3 576	3 633	3 591	3 281	3 259	3 227
koszty SG&A	1 102	1 098	1 105	1 180	1 213	1 214	1 219	1 226	1 221	1 209	1 214	1 219
saldo PDO	-4	165	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
udział w zyskach wspólnych przedsięwzięć	73	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
EBITDA	3 640	3 584	3 334	3 843	4 271	4 358	4 456	4 535	4 522	4 244	4 231	4 205
EBITDA adj.	3 547	3 330	3 334	3 843	4 271	4 358	4 456	4 535	4 522	4 244	4 231	4 205
EBIT	1 879	1 483	1 527	1 955	2 296	2 337	2 401	2 452	2 414	2 117	2 088	2 052
saldo działalności finansowej	-122	-258	-179	-192	-64	-54	-49	-43	-38	-32	-21	-12
Zysk (strata) brutto	1 758	1 225	1 348	1 763	2 232	2 283	2 352	2 408	2 376	2 084	2 068	2 040
Zysk (strata) netto	1 381	964	1 092	1 428	1 808	1 849	1 905	1 951	1 925	1 688	1 675	1 652
CF [mln PLN]	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	3 559	3 032	2 939	3 454	3 787	3 918	3 998	4 068	4 077	3 895	3 840	3 821
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3 872	-3 332	-4 311	-3 106	-3 300	-2 850	-2 760	-2 670	-2 580	-2 490	-2 400	-2 310
CAPEX	-3 562	-3 698	-4 311	-3 106	-3 300	-2 850	-2 760	-2 670	-2 580	-2 490	-2 400	-2 310
Przepływy z działalności finansowej	760	-219	1 421	108	-64	-1 804	-1 049	-1 043	-1 038	-1 032	-2 171	-1 512
Przepływy pieniężne netto	447	-520	50	455	423	-736	189	355	459	373	-731	-1
Środki pieniężne na początek okresu	355	801	282	331	787	1 210	474	663	1 018	1 477	1 850	1 120
Środki pieniężne na koniec okresu	801	282	331	787	1 210	474	663	1 018	1 477	1 850	1 120	1 119

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-1%	6%	10%	7%	3%	0%	0%	1%	0%	-1%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	10%	-2%	-7%	15%	11%	2%	2%	2%	0%	-6%	0%	-1%
EBIT zmiana r/r	134%	-21%	3%	28%	17%	2%	3%	2%	-2%	-12%	-1%	-2%
Zysk netto zmiana r/r	276%	-30%	13%	31%	27%	2%	3%	2%	-1%	-12%	-1%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	11%	17%	13%	13%	14%	15%	16%	16%	16%	16%	15%	15%
Marża EBITDA	19%	21%	19%	16%	18%	19%	19%	20%	20%	20%	19%	19%
Marża EBIT	5%	11%	8%	7%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	9%	9%
Marża brutto	3%	10%	7%	7%	8%	10%	10%	10%	11%	11%	9%	9%
Marża netto	2%	8%	5%	5%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	8%	7%
COGS / przychody	89%	77%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
SG&A / przychody	6%	12%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
SG&A / COGS	7%	16%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
ROE	8%	13%	14%	13%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%
ROA	4%	6%	7%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
Dług	9 853	9 753	11 353	11 653	11 653	9 903	8 903	7 903	6 903	5 903	3 753	2 253
D / (D+E)	-	26%	28%	28%	27%	23%	20%	17%	15%	13%	8%	5%
D / E	-	36%	40%	39%	37%	29%	25%	21%	17%	14%	9%	5%
Odsutki / EBIT	-11%	-11%	-12%	-10%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%
Dług / kapitał własny	55%	51%	56%	54%	50%	39%	33%	27%	22%	18%	11%	6%
Dług netto	8 944	9 471	11 021	10 866	10 443	9 429	8 240	6 885	5 425	4 053	2 633	1 134
Dług netto / kapitał własny	50%	50%	55%	50%	45%	37%	30%	24%	17%	12%	8%	3%
Dług netto / EBITDA	2,5	2,6	3,3	2,8	2,4	2,2	1,8	1,5	1,2	1,0	0,6	0,3
Dług netto / EBIT	4,8	6,4	7,2	5,6	4,5	4,0	3,4	2,8	2,2	1,9	1,3	0,6
EV	13 115	13 642	15 192	15 037	14 614	13 600	12 411	11 056	9 597	8 224	6 804	5 305
Dług / EV	75%	71%	75%	77%	80%	73%	72%	71%	72%	72%	55%	42%
CAPEX / Przychody	20%	19%	18%	20%	14%	15%	13%	12%	12%	12%	11%	11%
CAPEX / Amortyzacja	211%	210%	215%	238%	165%	167%	141%	134%	128%	122%	117%	112%
Amortyzacja / Przychody	10%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
Zmiana KO / Przychody	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	3,0	4,3	3,8	2,9	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,5	2,5	2,5
P/BV*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA*	3,6	3,8	4,6	3,9	3,4	3,1	2,8	2,4	2,1	1,9	1,6	1,3
EV/EBIT*	7,1	8,5	10,0	7,7	6,4	5,8	5,2	4,5	4,0	3,9	3,3	2,6
EV/S*	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2
BVPS	10,3	10,9	11,5	12,3	13,4	14,4	15,5	16,6	17,7	18,7	19,6	20,6
EPS	0,8	0,5	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
CEPS	1,8	1,5	1,7	1,9	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2
FCFPS	-	-0,3	-0,6	0,2	0,3	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 2,38 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Pado**

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

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Wojciech Szlęzak

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: wojciech.szlezak@bdm.pl

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	2,18	-	-	08.02.2019	12:27 CEST	2,38	60 337

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

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 realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:	, 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	1	25%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	25%	0	0%
Redukuj	2	50%	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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględnić, że struktura portfelowo 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 portfelowo 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 08.02.2019 roku (12:27 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.02.2019 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 wyczytane 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 08.02.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika 1 do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - 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.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.
- 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 zająć 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.