



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         |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>2,18</b>  |
| <b>Potencjał do wzrostu / spadku</b> | <b>-8,4%</b> |
| 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%        |

Krzysztof Brymora

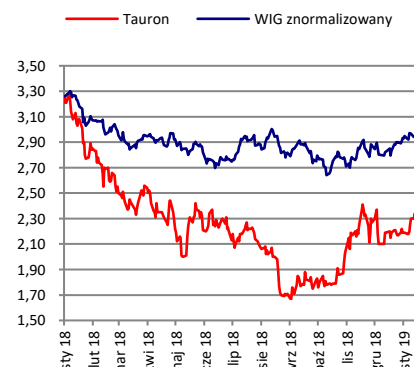
brymora@bdm.com.pl

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        |
| <b>Wycena spółki [PLN]</b>      |      | <b>2,18</b> |

Źródło: BDM S.A.

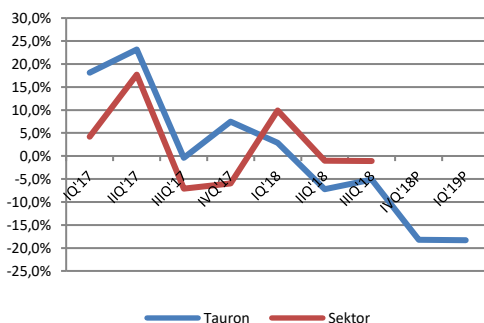
### Potencjalne rozczarowanie wynikowe 4Q'18-1Q'19

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%        |
| <b>RAZEM</b> | <b>-1%</b> | <b>-1%</b> | <b>-4%</b> | <b>-2%</b> | <b>-4%</b> | <b>-2%</b> |

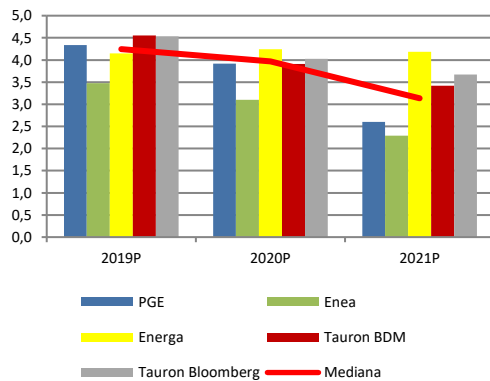
| Dług netto   | Rewizja 1M |           | Rewizja 3m |           | Rewizja 6m |           |
|--------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
|              | 2018P      | 2019P     | 2018P      | 2019P     | 2018P      | 2019P     |
| PGE          | 3%         | 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%        |
| <b>RAZEM</b> | <b>0%</b>  | <b>3%</b> | <b>-1%</b> | <b>9%</b> | <b>-4%</b> | <b>1%</b> |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

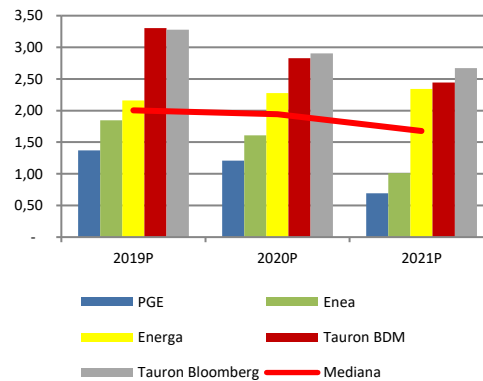
### Relatywnie wysoka wycena rynkowa

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

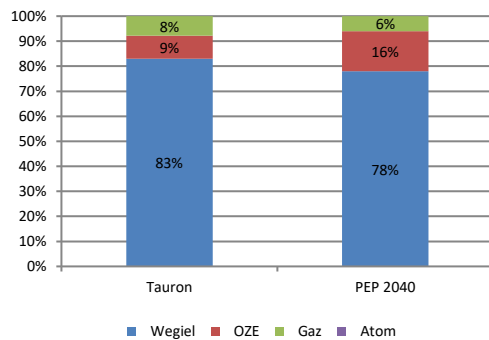
**Prognozowany DN/EBITDA Tauron vs konsensus [x]**


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

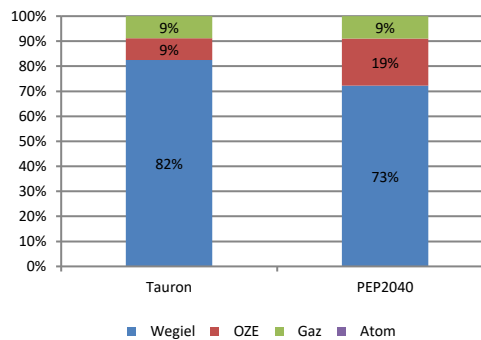
### Niedopasowanie mixu wytwarzania do PEP2040 rodzi potencjalne inwestycje

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 miks 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 Wydobycie**

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 wydobycie).

## 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        |  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Wartość kapitału</b>                  |        | <b>4 521</b> |  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Udziały mniejszości** [mln PLN]          |        | 880          |  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Ilość akcji [mln szt.]                   |        | 1 753        |  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   |        | <b>2,08</b>  |  |        |        |        |        |        |        |        |        |

|                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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.

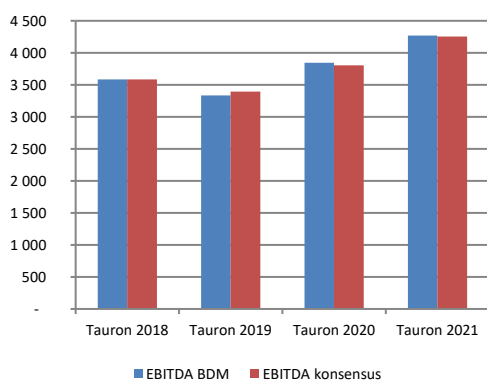
### Wycena porównawcza

|                             | 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%   |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b> | <b>2,28</b> |       |       |

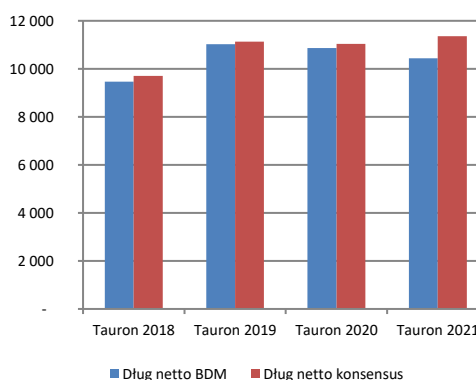
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.02.2019.

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

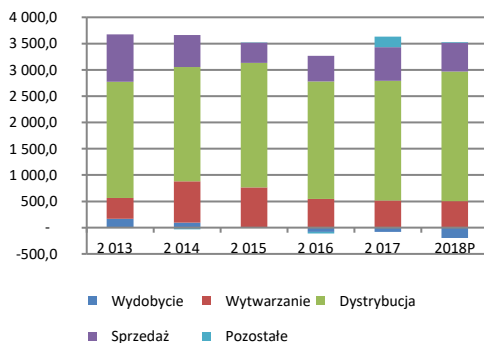
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (08.02.19), szacunki własne

## 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.

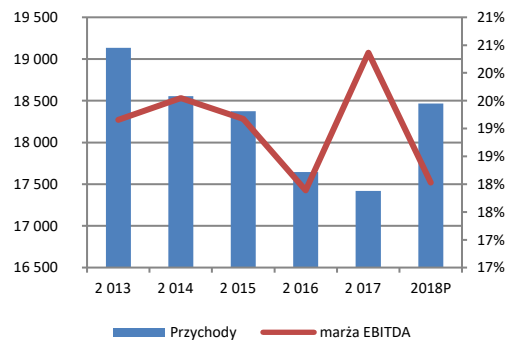
Na tle branży spółkę wyróżnia duży udział dystrybucji w generowanej EBITDA (60-70%, tylko Energa ma więcej), relatywnie przestarzały majątek w energetyce konwencjonalnej (najmniejsza dyspozycyjność) i najmniejszy udział aktywów OZE. Spółka jest największym w kraju „kupującym netto”, tzn. więcej energii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

### Struktura EBITDA [MPLN]



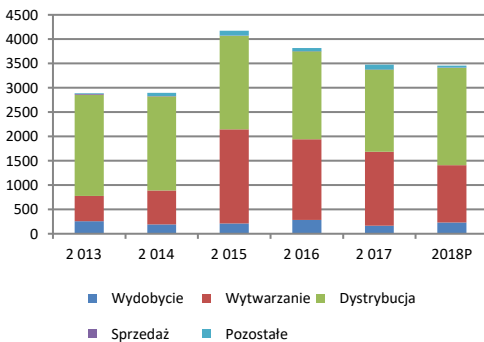
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

### Przychody [MPLN] i marża EBITDA [%]



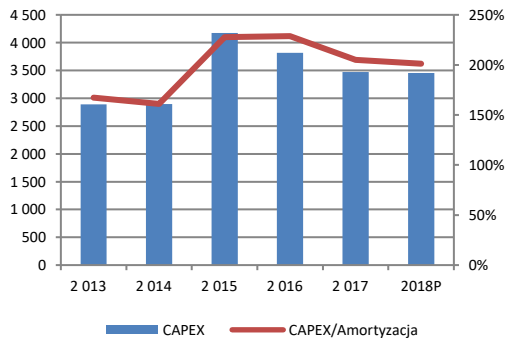
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- przychody, PS- marża

### Struktura CAPEX [MPLN]



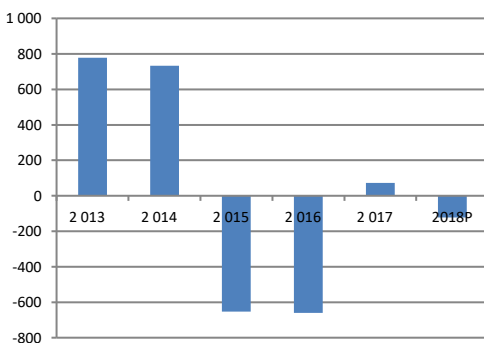
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

### CAPEX [MPLN] i CAPEX/amortyzacja [%]



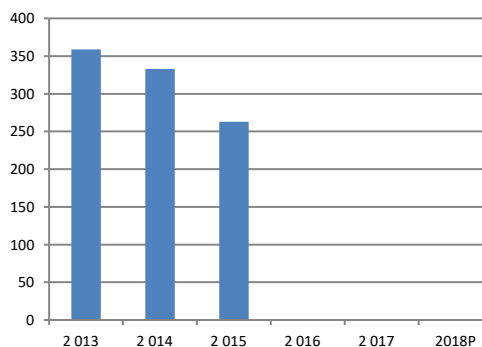
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

### EBITDA-CAPEX [MPLN]



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

### Dywidenda [MPLN]



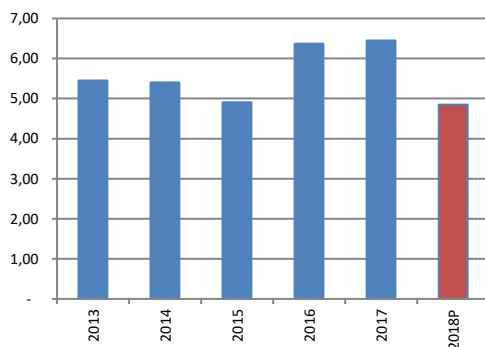
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne

## WYDOBYCIE

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

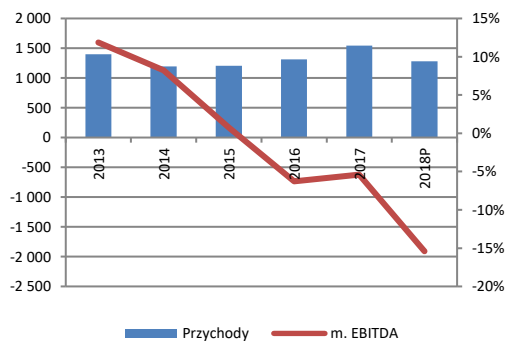
### Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

#### Wydobywanie węgla energetycznego [MT]



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

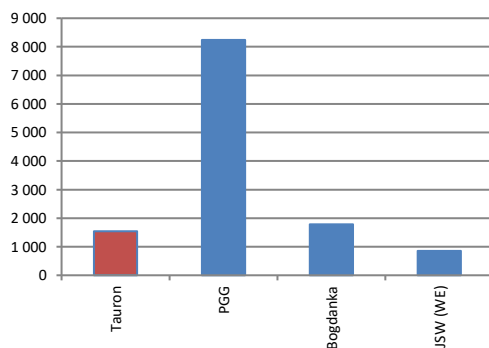
#### Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



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

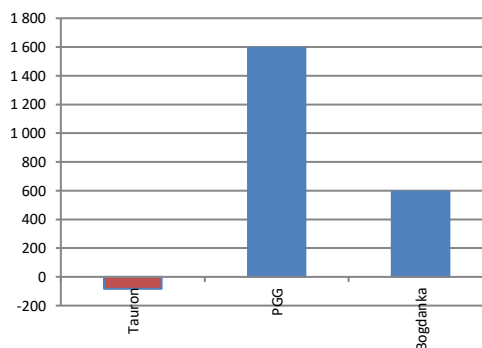
### Pozycja konkurencyjna

#### Przychody ze sprzedaży węgla energetycznego 2017



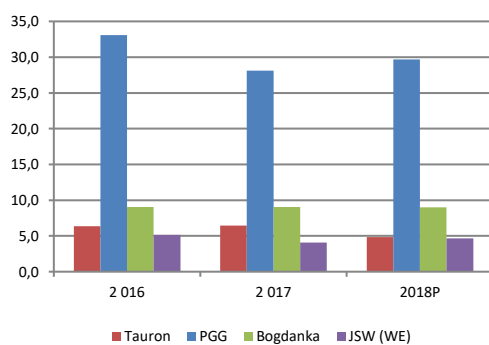
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. MPLN

#### EBITDA wydobywanie 2017 [MPLN]



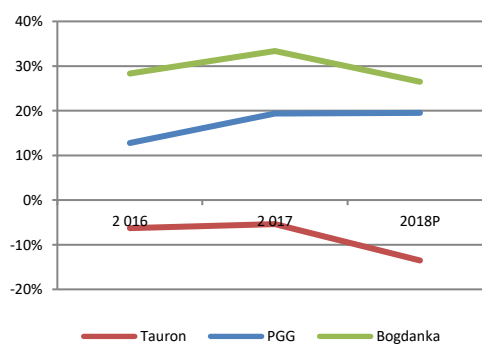
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne.

#### Wydobywanie węgla energetycznego 2016-2018P



Źródło: BDM S.A., Spółka

#### Marża EBITDA spółek górniczych



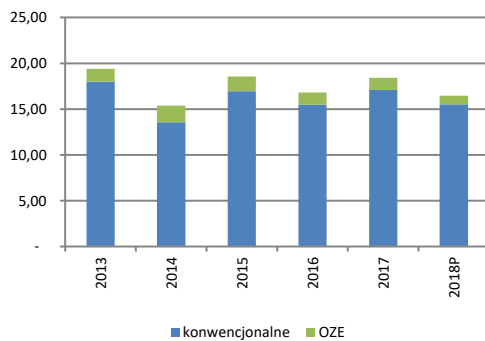
Źródło: BDM S.A., Spółka

## 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).

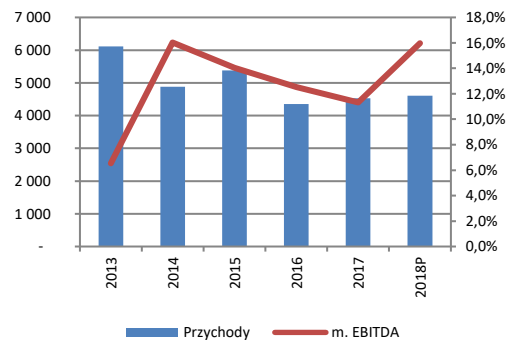
### Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

#### Produkcja energii elektrycznej brutto [TWh]



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

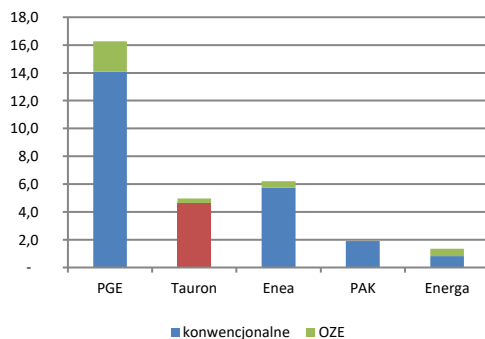
#### Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



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

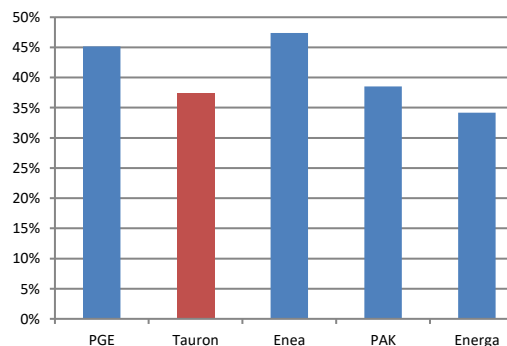
### Pozycja konkurencyjna

#### Zainstalowana moc ogółem 3Q'18 [GW]



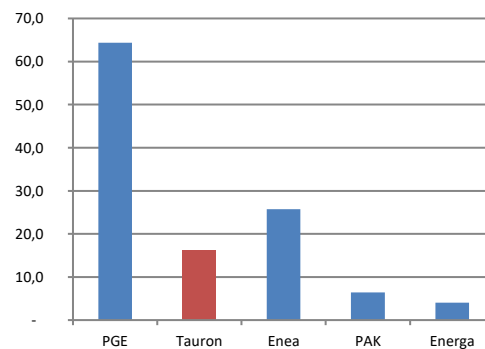
Źródło: BDM S.A., Spółki

#### Wskaźnik dyspozycyjności mocy ogółem\*



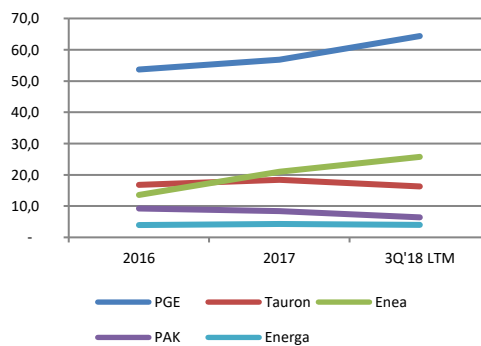
Źródło: BDM S.A., Spółki. \*- procent czasu pracy z pełną mocą w roku.

#### Produkcja energii brutto 3Q'18 LTM [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółki

#### Produkcja energii brutto 2016-2018 [TWh]



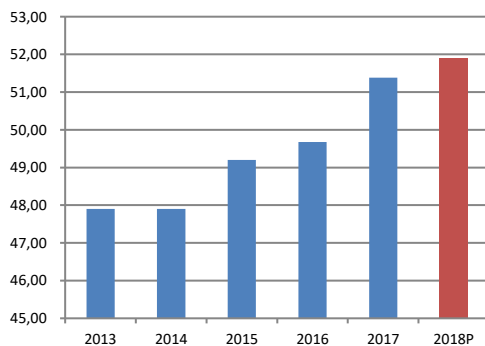
Źródło: BDM S.A., Spółki

## 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.

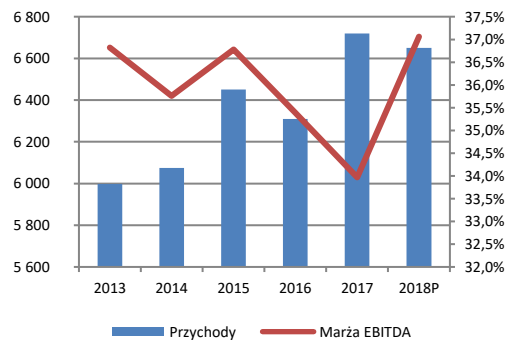
### Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

#### Dystrybucja energii elektrycznej [TWh]



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

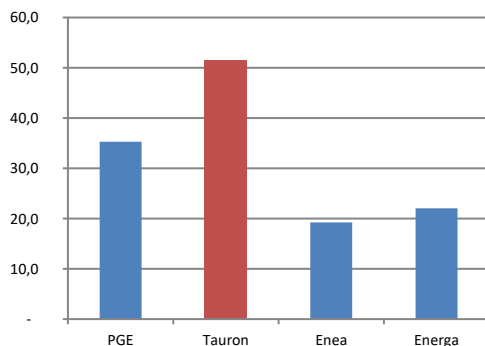
#### Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



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

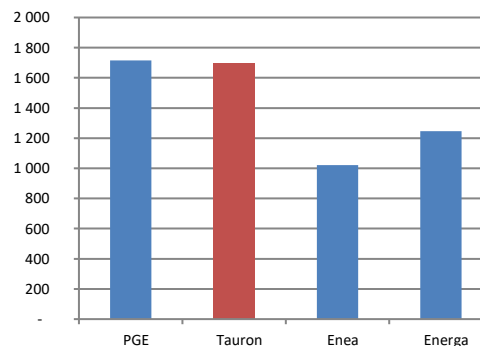
### Pozycja konkurencyjna

#### Dystrybucja energii elektrycznej w 2017 roku [TWh]



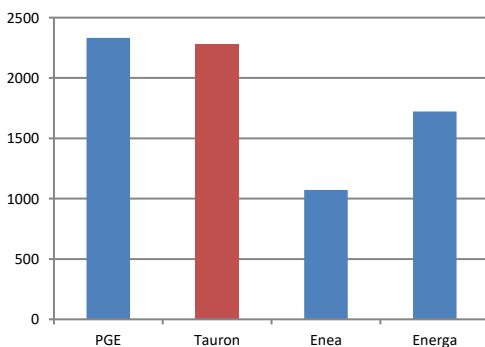
Źródło: BDM S.A., Spółki

#### CAPEX w dystrybucji [MPLN]



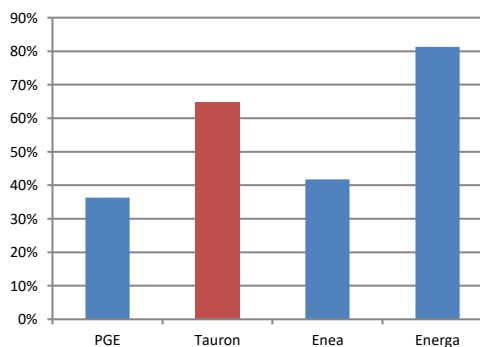
Źródło: BDM S.A., Spółki.

#### EBITDA w segmencie dystrybucja 2017 [MPLN]



Źródło: BDM S.A., Spółki

#### Udział dystrybucji w EBITDA spółek 2017



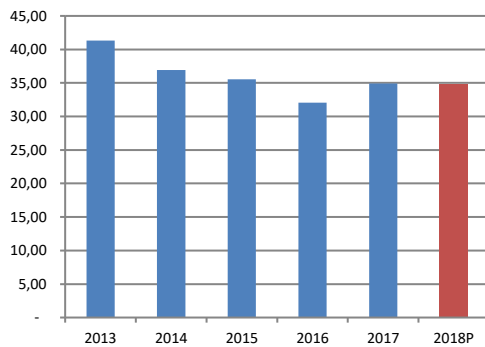
Źródło: BDM S.A., Spółki

## 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.

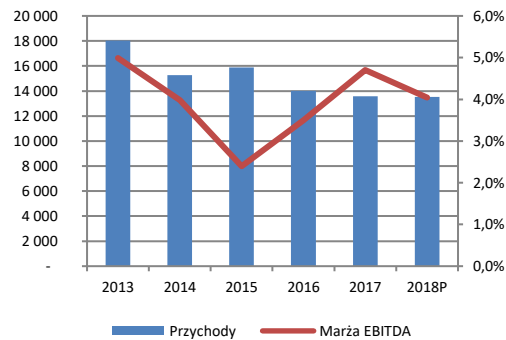
### Historyczne wyniki operacyjne i finansowe

#### Sprzedaż energii elektrycznej [TWh]



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

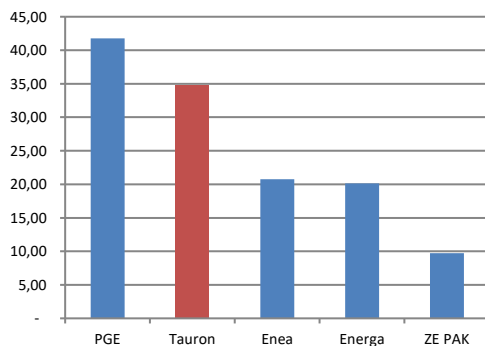
#### Przychody [MPLN] i marża EBITDA segmentu [%]



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

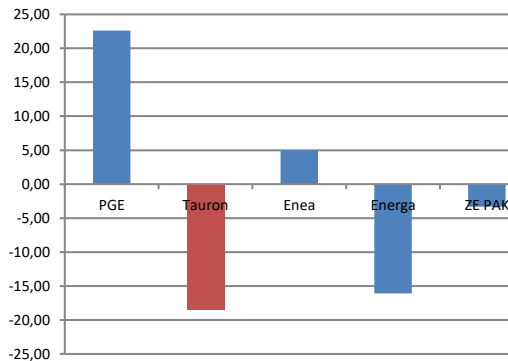
### Pozycja konkurencyjna

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



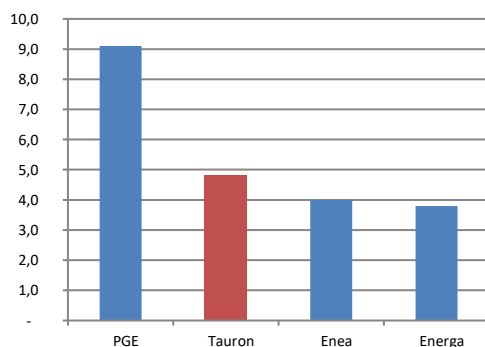
Źródło: BDM S.A., Spółki

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



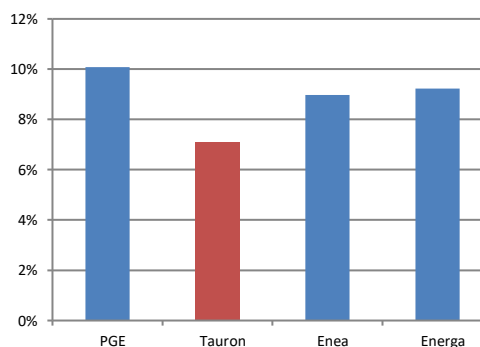
Źródło: BDM S.A., Spółki.

#### Sprzedaż w taryfie regulowanej (G) 2017 [TWh]



Źródło: BDM S.A., Spółki

#### Udział sprzedaży w taryfie regulowanej w przychodach\*

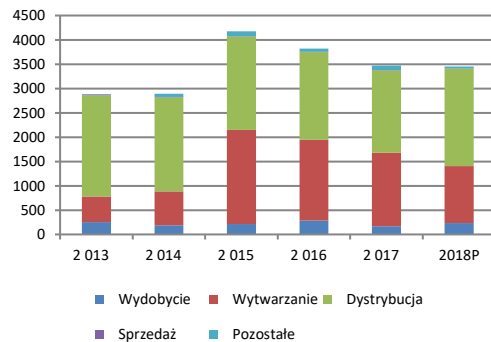


Źródło: BDM S.A., Spółki., szacunki własne. \*- za 2017 rok.

## CAPEX

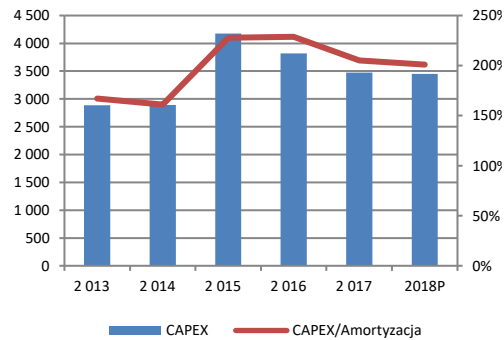
W latach 2015-2018 CAPEX spółki kształtował się na poziomie 3,5-4,2 mld PLN, co wynikało z rozpoczęcia sztandarowego projektu budowy elektrowni węglowej Jaworzno 910 MW (budżet 5,8 mld PLN brutto). Budowa ma zostać zakończona w listopadzie'19, co będzie owocować prawdopodobnie rekordowymi nakładami w 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    |
|--|--------------|-----------|---------------|--------------|
| <b>Realizowane</b>   | <b>7 234</b> |           | <b>1 942</b>  | <b>2 720</b> |
| 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           |
| <b>Dystrybucja</b>   |              |           |               |              |
| nowe przyłącza   |              |           | 456           |              |
| modernizacja sieci   |              |           | 637           |              |
| <b>Nowe/potencjalne*</b>   | <b>1 400</b> |           | -             | <b>1 400</b> |
| Modernizacje pod BAT   | 900          | 2019-2021 |               | 900          |
| Nabywanie 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 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------------|
| <b>CAPEX</b> | <b>3 817</b> | <b>3 474</b> | <b>3 453</b> | <b>4 811</b> | <b>3 106</b> | <b>18 661</b> | <b>18 000</b>        |
| 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

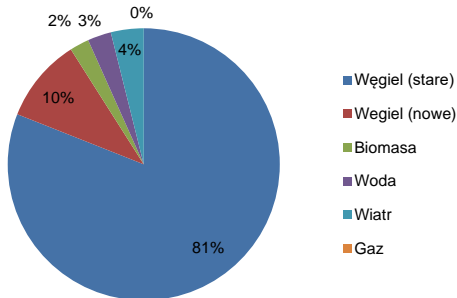
We wrześniu 2016 roku spółka opublikowała strategię na lata 2016-2025.

### 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   |   |

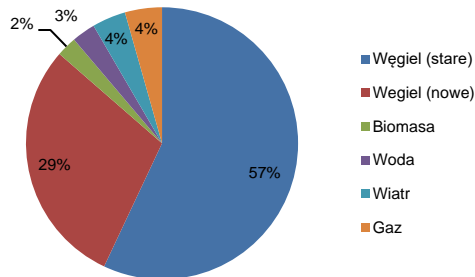
Źródło: BDM S.A., Spółka

### Struktura aktywów wytwórczych 2015



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

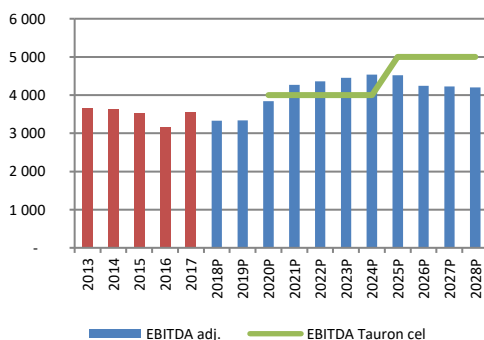
### Struktura aktywów wytwórczych 2020P



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

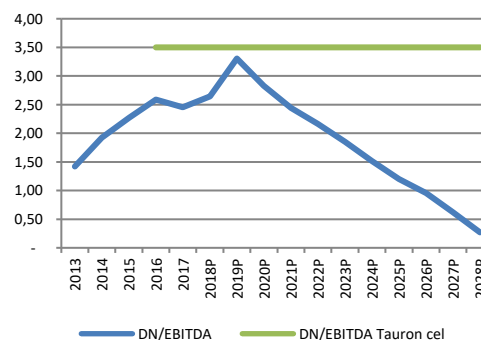
Głównymi celami finansowymi w strategii jest EBITDA w 2020 roku > 4 mld PLN i >5 mld PLN od 2025 roku. Nasze założenia są poniżej celów strategicznych >2025 roku.

### 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]



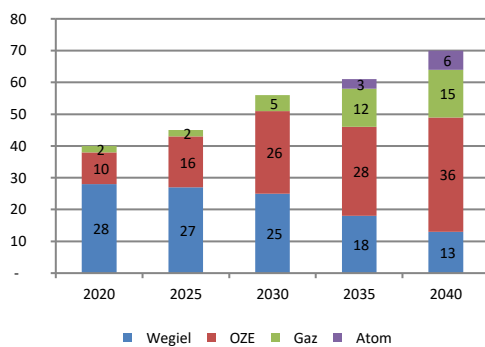
Źródło: BDM S.A., Spółka, szacunki własne. Prognozy BDM, założenia strategiczne Tauron- wrzesień 2016

## 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.

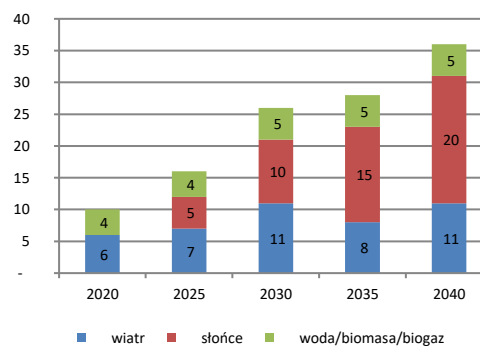
PEP 2040 kładzie nacisk na energetykę jądrową i morskie farmy wiatrowe. Zwracamy uwagę na niedopasowanie struktury produkcji energii w Tauron vs założenia PEP. Bez inwestycji Tauron w OZE dysproporcja ta będzie się z każdym rokiem zwiększać. Przy obecnych założeniach/inwestycjach spółka w 2025 roku wciąż 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]



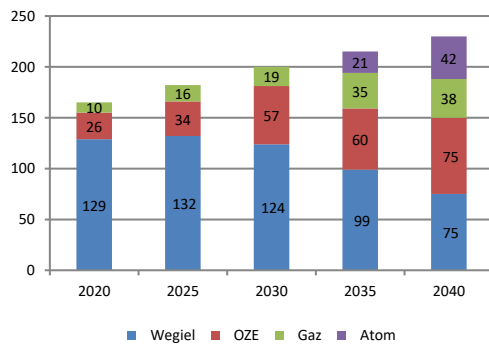
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura mocy zainstalowanej OZE 2020-2040 [MW]



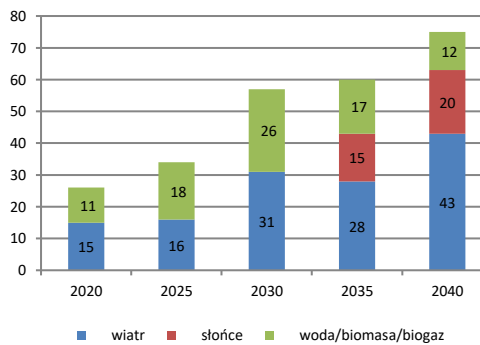
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura produkcji energii ogółem 2020-2040 [TWh]



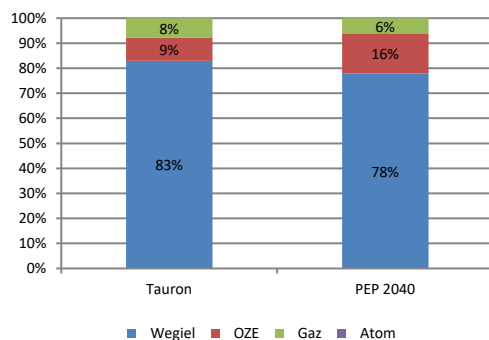
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

Struktura produkcji energii z OZE 2020-2040 [TWh]



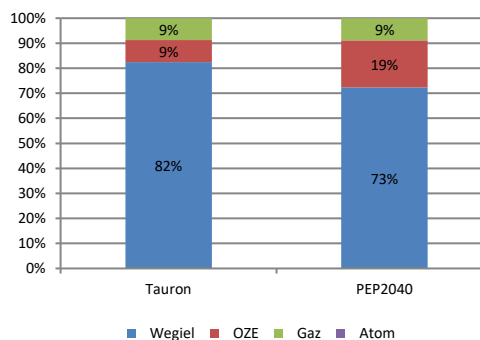
Źródło: DM BDM S.A., PEP 2040

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         |
| <b>RAZEM</b> | <b>438</b>        | <b>3 690</b> | <b>723</b> | <b>7 415</b> | <b>10 162</b> | -                 | -        | <b>10 599</b> | <b>853</b>        | -        | <b>9 779</b> | <b>43 657</b> |

Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

### Wsparcie z rynku mocy po wynikach 3 aukcji [MW]

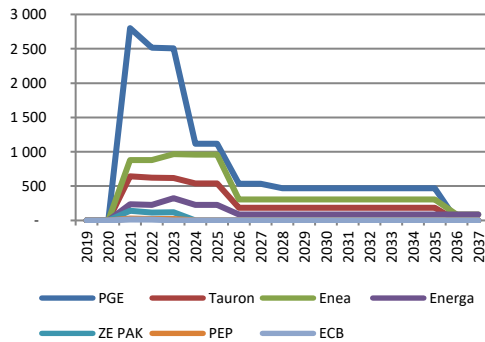
|              | 2021          | 2022          | 2023          | 2024-2025     | 2026-2027    | 2028-2035    | 2036-2037  |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|------------|
| PGE          | 11 652        | 11 705        | 11 493        | 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        |
| <b>RAZEM</b> | <b>22 427</b> | <b>22 864</b> | <b>22 896</b> | <b>13 117</b> | <b>5 703</b> | <b>4 980</b> | <b>438</b> |

Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

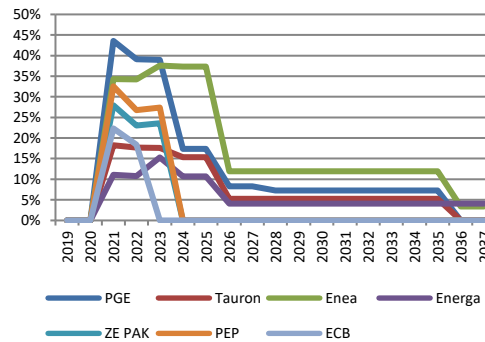
### Przychody z rynku mocy [MPLN]

|              | Przychody z RM MPLN |              |              | Przychody w całym okresie MPLN<br>2021-2037 | NPV wsparcia*<br>MPLN | % kapitalizacji** |
|--------------|---------------------|--------------|--------------|---|-----------------------|-------------------|
|              | 2021                | 2022         | 2023         |   |                       |                   |
| 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                 |                   |
| <b>RAZEM</b> | <b>5 390</b>        | <b>5 035</b> | <b>5 105</b> | <b>34 326</b>                               | <b>17 945</b>         |                   |

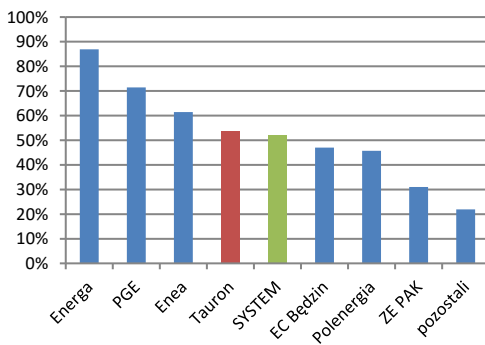
Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE. \*- NPV dla WACC 10% i bez jakichkolwiek kosztów utrzymania mocy. \*\*- do kapitalizacji 05.02.2019 (close).

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


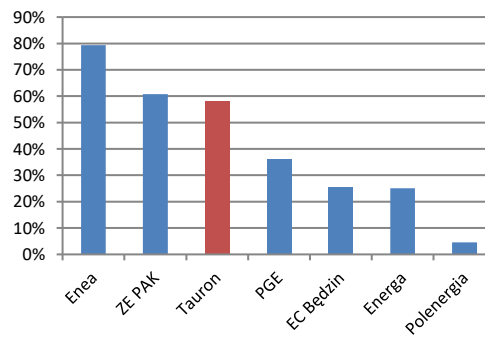
Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

**Wsparcie z RM jako % EBITDA 2017**


Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE

**Udział aktywów korzystających ze wsparcia 2021-2023\***


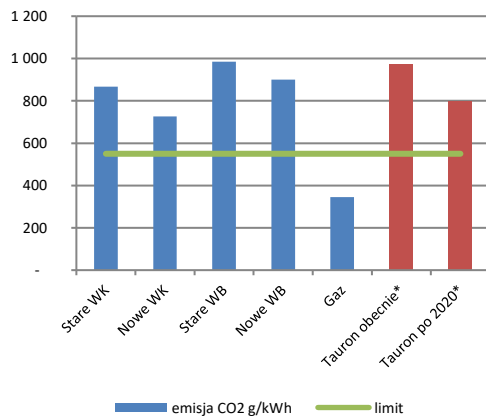
Źródło: DM BDM S.A., spółki, PSE. \*- średnia 2021-2023

**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 CO<sub>2</sub>/kWh energii”. W praktyce oznacza to brak pomocy publicznej, np. w formie rynku mocy, dla źródeł wytwórczych emitujących >550 g. CO<sub>2</sub>/kWh energii i eliminuje ze wsparcia źródła konwencjonalne na węgiel (nowe jednostki na WK emitują ok. 750 g. CO<sub>2</sub>/kWh, polski system ok. 950 g.). Wsparcie będą mogły otrzymać OZE i źródła gazowe (350 g. CO<sub>2</sub>/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 CO<sub>2</sub> 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<br>(OSR) MPLN | szac. wpływ<br>minister MPLN | potencjalny wpływ<br>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 |
| <b>RAZEM</b>                              | <b>3 550</b>              | <b>9 090</b>                 |                            |                              |
| /MWh                                      |                           | 66,8                         |                            |                              |
| <b>wzrost cen na TGE (FY'19 vs FY'18)</b> |                           | <b>78,2</b>                  |                            |                              |
| Sprzedaż detaliczna energii 2017 TWh      |                           | 136,0                        |                            |                              |
|   |                           | <b>MPLN</b>                  | <b>% EBITDA 2017</b>       |                              |
| <b>utrata marży sp. obrotu*</b>           |                           | <b>-1 545</b>                | <b>-9,6%</b>               |                              |
| 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  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Wydobycie</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 |
| <b>Wytwarzanie</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Dystrybucja</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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% |
| <b>Sprzedaż</b>                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Przychody netto [MPLN]</b>         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 |
| <b>Wylączenia międzysegmentowe</b>    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 |
| <b>Przychody brutto [MPLN]</b>        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 |
| <b>Wydobycie</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Wytwarzanie</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>e.e.</b>                           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>ciepło</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| ciepło                                | 861    | 874    | 888    | 953    | 964    | 964    | 888    | 953    | 964    | 964    | 888    | 953    | 964    |
| <b>prawa majątkowe</b>                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| prawa majątkowe                       | 336    | 115    | 116    | 131    | 150    | 151    | 151    | 151    | 151    | 151    | 151    | 151    | 151    |
| <b>Rynek Mocy</b>                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rynek Mocy                            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 642    | 624    | 540    | 540    | 540    | 186    | 186    | 186    |
| <b>Dystrybucja</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Sprzedaż</b>                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 |
| <b>Pozostałe</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Pozostałe                             | 828    | 805    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    | 823    |
| <b>EBITDA adj. [MPLN]</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Wydobycie</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Wydobycie                             | -82    | -83    | -197   | -137   | -95    | -7     | 78     | 144    | 259    | 231    | 203    | 173    | 143    |
| <b>Wytwarzanie</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Wytwarzanie                           | 545    | 512    | 506    | 629    | 856    | 1 202  | 1 177  | 1 185  | 1 131  | 1 131  | 871    | 880    | 882    |
| <b>Dystrybucja</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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  |
| <b>Sprzedaż</b>                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Sprzedaż                              | 490    | 638    | 546    | 377    | 580    | 575    | 564    | 553    | 543    | 532    | 522    | 511    | 500    |
| <b>Pozostałe/wylączenia</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Pozostałe/wylączenia                  | -29    | 197    | 10     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Marża EBITDA adj. [%]</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>Wydobycie</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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%   |
| <b>Wytwarzanie</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>Dystrybucja</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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%  |
| <b>Sprzedaż</b>                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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%   |
| <b>Pozostałe/wylączenia</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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**

| <b>Bilans [mln PLN]</b>                  | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 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        |
| <b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b> | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |
| 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        |
| <b>CF [mln PLN]</b>                      | <b>2017</b> | <b>2018P</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |
| 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%    |
| Odsetki / 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

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

| 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](http://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 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 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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.