



Dom Maklerski BDM S.A.

# PKN ORLEN

## RAPORT ANALITYCZNY

# AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 96,6 PLN**

02 WRZESIEŃ 2019, 09:25 CEST

Kurs PKN Orlen przekroczył po publikacji wyników w drugiej połowie lipca cenę docelową z naszej ostatniej rekomendacji (zwracamy także uwagę na odciętą dywidendę). Poziom EBITDA za 2Q'19 pozytywnie zaskoczył konsensus. Sierpień dla walorów spółki nie był jednak udany i wycena wróciła w okolice 90 PLN. Lipcowy odczyt marży rafinerijnej był po raz pierwszy w tym roku wyższy w ujęciu r/r. Sierpień według naszych kalkulacji nie był już tak dobry, jednak w kontekście kolejnego miesiąca zwracamy uwagę na bardzo niską bazę. Dodatkowo wyniki spółki powinien wspomagać wysoki kurs USD/PLN oraz nadal bardzo dobre premie łądowe. Liczymy także w końcu roku na dobre marże na średnich destylatach w związku ze zbliżającym się wejściem w życie nowych regulacji dotyczących żeglugi morskiej (IMO 2020). Utrzymujemy nasze zalecenie Akumuluj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 96,6 PLN (poprzednio 98,0 PLN, wpływ na obniżenie ceny ma przede wszystkim odcięcie dywidendy).

W 2Q'19 PKN Orlen pokazał wyraźnie lepszą r/r oczyszczoną EBITDA LIFO na poziomie ok. 2,66 mld PLN. Baza z 2Q'18 nie była zbyt wymagająca, ale przede wszystkim wyniki były o 10% wyższe niż zakładał to konsensus. Okres 2Q'19 przyniósł niższą r/r marżę rafinerijną oraz perturbacje z dostawami ropy, jednak ich wpływ na wyniki był zamortyzowany przez korzystniejszy kurs USD/PLN, wyższy przerób oraz lepsze spotowe premie łądowe. Rekordowy jak na 2Q był wynik w detalu, natomiast wsparcie w petrochemii stanowił brak poważniejszych przestojów oraz odbicie marży.

Dodatkowo spółka może w przyszłości otrzymać rekompensaty związane z zakłóceniami dostaw rurociągiem Przyjaźń. Pojawiła się już pierwsza oficjalna propozycja ze strony Transneft na poziomie 15 USD za baryłkę ropy niespełniającej norm. Ze strony PKN pojawiły się informacje o wysłaniu roszczeń dotyczących wstrzymania dostaw ropy naftowej, natomiast roszczenia dotyczące przerobu ropy pojawiają się dopiero po przeglądzie instalacji (analizy mogą potrwać do końca września). Według PERN do Polski wpłynęło ok. 1 mln ton zanieczyszczonej ropy. Mając jednak na uwadze historię sporów np. PGNiG ze stroną rosyjską, nie bierzemy na razie pod uwagę tego czynnika w wycenie.

Lipiec był bardzo dobry dla marży rafinerijnej (8,7 USD/bbl vs 8,0 USD/bbl rok temu), sierpień natomiast słabszy r/r (na bazie notowań produktów z Bloomberg, szacujemy marżę na ok. 7 USD/bbl vs 9,4 USD/bbl rok temu). Wrzesień charakteryzuje się bardzo niską bazą (5,1 USD/bbl w 2018 roku). Bardzo dobrze r/r nadal wyglądają premie łądowe oraz marże w detalu. Nieco niższa jest natomiast marża modelowa w petrochemii (przy czym nadal korzystnie wygląda sytuacja w nawozach). Spółce sprzyja wysoki kurs USD/PLN i EUR/PLN. W 3Q'19 wpływ na wyniki mogą więc mieć podobne czynniki jak w 2Q'19. Baza z 3Q'18 nie jest wygórowana (2,4 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO).

W całym 2019 zakładamy obecnie skorygowaną EBITDA LIFO na poziomie 9,3 mld PLN (vs 8,3 mld PLN w 2018). Prognozę na 2020 podnieśliśmy także do ponad 9,3 mld PLN (z 9,1 mld PLN poprzednio). Przypominamy, że jeszcze kilka miesięcy spółka celowała w aktualizacji strategii w średnio 10,3 mld PLN EBITDA LIFO w latach 2019-20. Dla realizacji takiego scenariusza potrzebna byłaby jednak zdecydowana poprawa makro w rafinerii (np. na bazie potencjalnych efektów wprowadzenie regulacji IMO 2020).

W sprawie fuzji z Lotosem KE ma się ostatecznie wypowiedzieć do stycznia 2020 roku. Komisja przeprowadzi obecnie szczegółowe postępowanie wyjaśniające dotyczące skutków transakcji (wstępnie stwierdzono problemy w zakresie konkurencji). Lotos, PKN Orlen i Skarb Państwa podpisały ostatnio porozumienie dotyczące realizacji transakcji, które obowiązuje max do końca czerwca 2020 roku. Tak jak w poprzednich rekomendacjach nie uwzględniamy na razie transakcji w prognozach.

|                                      |             |
|--------------------------------------|-------------|
| Wycena DCF [PLN]                     | 96,6        |
| Wycena porównawcza [PLN]             | 86,2        |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>96,6</b> |
| <b>Potencjał do wzrostu / spadku</b> | <b>6,1%</b> |
| Koszt kapitału                       | 9,0%        |
| Cena rynkowa [PLN]                   | 91,0        |
| Kapitalizacja [mln PLN]              | 38 922      |
| Ilość akcji [mln. szt.]              | 427,7       |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN]        | 100,3       |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]         | 84,1        |
| Stopa zwrotu za 3 mc                 | -2,3%       |
| Stopa zwrotu za 6 mc                 | -7,0%       |
| Stopa zwrotu za 9 mc                 | -13,4%      |
| Struktura akcjonariatu:              |             |
| Skarb Państwa                        | 27,5%       |
| ING OFE                              | 7,6%        |
| Aviva OFE                            | 5,8%        |
| Pozostali                            | 59,0%       |

|                                       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019P      | 2020P      | 2021P      |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody [mld PLN]                   | 79,6       | 95,4       | 109,7      | 112,0      | 106,7      | 106,8      |
| EBITDA [mld PLN]                      | 9,6        | 11,1       | 9,8        | 9,3        | 9,0        | 9,4        |
| EBITDA LIFO [mld PLN]                 | 9,6        | 10,3       | 8,9        | 9,6        | 9,3        | 9,6        |
| <b>EBITDA LIFO skoryg. [mld PLN]*</b> | <b>8,0</b> | <b>9,5</b> | <b>8,3</b> | <b>9,3</b> | <b>9,3</b> | <b>9,6</b> |
| EBIT [mld PLN]                        | 7,5        | 8,7        | 7,1        | 5,8        | 5,4        | 5,6        |
| Zysk netto [mld PLN]                  | 5,3        | 6,7        | 5,5        | 3,9        | 4,1        | 4,3        |
| Dług (gotówka) netto [mld PLN]        | 3,5        | 0,9        | 5,6        | 6,2        | 7,0        | 6,6        |
| P/BV                                  | 1,5        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 1,0        | 0,9        |
| P/E                                   | 7,4        | 5,8        | 7,1        | 9,9        | 9,6        | 9,0        |
| EV/EBITDA                             | 4,4        | 3,6        | 4,6        | 4,9        | 5,1        | 4,8        |
| EV/EBITDA LIFO                        | 4,4        | 3,9        | 5,0        | 4,7        | 4,9        | 4,7        |
| EV/EBITDA LIFO skoryg.                | 5,3        | 4,2        | 5,4        | 4,8        | 4,9        | 4,7        |
| EV/EBIT                               | 5,6        | 4,6        | 6,3        | 7,8        | 8,6        | 8,1        |

\*wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz inne określone przez spółkę zdarzenia

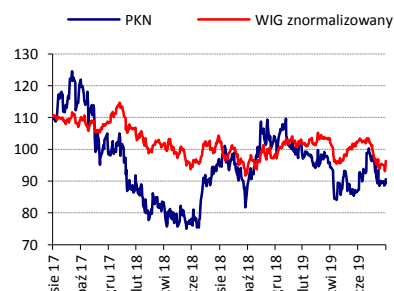
**Krzysztof Pado**

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

|   |    |
|---|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....   | 3  |
| WYCENA DCF .....  | 4  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA .....  | 7  |
| SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA .....                                     | 8  |
| WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....               | 13 |
| STRATEGIA ORAZ CZYNNIKI MOGĄCE WPŁYNAĆ NA WYCENĘ W PRZYSZŁOŚCI..... | 16 |
| DANE FINANSOWE .....  | 18 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki PKN Orlen opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej (przyjmujemy taki poziom ze względu na ograniczoną porównywalność między PKN Orlen a innymi spółkami: m.in. różnie rozłożony ciężar działalności pomiędzy downstream/upstream/petrochemię). Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 96,6 PLN. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 86,2 PLN. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 96,6 PLN.

### Podsumowanie wyceny

|                                       | Waga | Wycena      |
|---------------------------------------|------|-------------|
| Wycena DCF                            | 100% | 96,6        |
| Wycena metodą porównawczą             | 0%   | 86,2        |
| <b>Wycena 1 akcji PKN Orlen [PLN]</b> |      | <b>96,6</b> |

Źródło: BDM S.A.

### Kurs PKN vs skoryg. EBITDA LIFO\* [4Q narastająco, mln PLN]

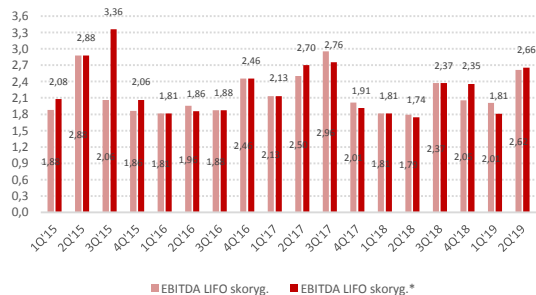


Po 2Q'19 narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 9,2 mld PLN. W ostatnich cyklicznych szczytach przekraczała 10,0 mld PLN (przełom 2015/16 oraz 3Q'17).

Przypominamy, że jeszcze pół roku temu spółka celowała w aktualizacji strategii w średnio 10,3 mld PLN w latach 2019-20. Dla realizacji takiego scenariusza potrzebna byłoby jednak średnioterminowe utrzymanie poprawy makro w rafinerii (PKN zakłada m.in. poprawę marż na dieslu i rozszerzenie dyferencjału po wejściu w życie regulacji zaostrzających normy dla paliw morskich).

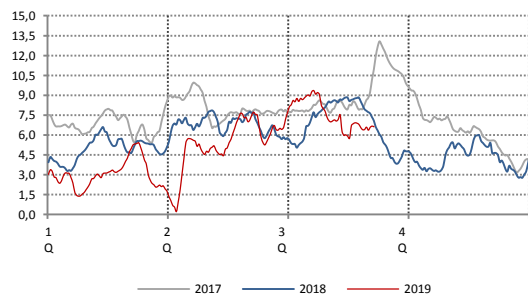
Źródło: BDM S.A. (prognoza od 2Q'19), spółka, \*skoryg. o wszystkie możliwe czynniki (m.in. saldo PPO/PKO, wyniki na transakcjach dotyczących sprzedaży/odkupu zapasów ropy lub rozpoznaniu wyniku na „tanich” warstwach ropy – dane szacunkowe)

### Kwartalna EBITDA LIFO [mln PLN]



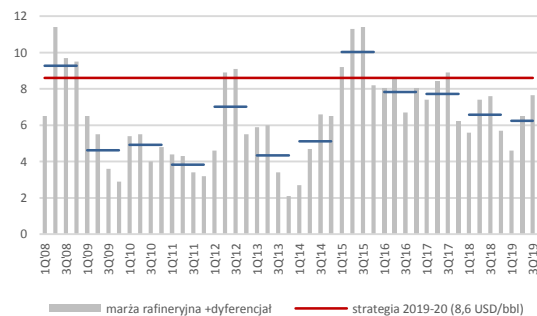
Źródło: BDM S.A., spółka, skoryg.=oczyszczona o saldo PPO/PKO, skorg\* = oczyszczona także o inne czynniki

### Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl, średnia 5 dni]



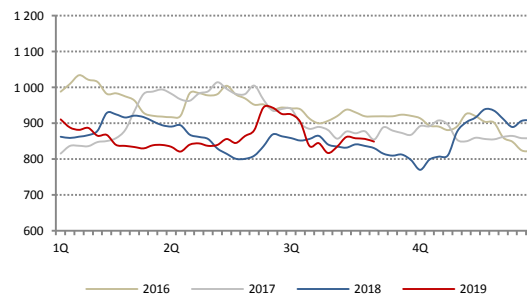
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane dzienne  
Marża= 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

### Modelowa marża rafineryjna + dyferencjał [USD/bbl]



Źródło: BDM S.A., spółka, 3Q'19 = lip+sie

### Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, dane tygodniowe, marża=44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

## WYCENA DCF

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

### Główne założenia modelu:

- Założenie dotyczące przychodów i marż poszczególnych segmentów przedstawiono w osobnych tabelach.
- Prognozę ceny ropy Brent oparto o bieżącą krzywą forward. Długoterminowy dyferencjał Brent – Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl.
- Prognozę cen produktów a tym samym marż przerobowych sporządzono na bazie własnego modelu opartego na cenach ropy oraz notowaniach kursów terminowych. W kilkuletniej perspektywie głównym czynnikiem wpływającym na poziom marż powinien być bilans zamknięć rafinerii w Europie vs wzrost mocy w innych częściach świata (opierających się o dostęp do tańszego surowca czy niższe koszty związane z wynagrodzeniami lub ochroną środowiska). W krótkim terminie marże fluktuują pod wpływem czynników sezonowych (popyt na paliwa, okresy remontów), losowych (awarie dużych jednostek, zdarzenia pogodowe) lub trudnych do przewidzenia (strajki). Ważnym czynnikiem na przełomie 2019/20 roku może okazać się wprowadzenie regulacji IMO dotyczących zawartości siarki w paliwach używanych w transporcie morskim.
- W 2018 roku spółka ogłosiła program rozwoju petrochemii, który ma wygenerować dodatkowe 1,5 mld PLN EBITDA od 2024 roku przy 8,3 mld PLN CAPEX. W naszym modelu efekty nowych inwestycji w segmencie petrochemicznym ujęte są od 2025 roku z 80% prawdopodobieństwem wyniku (nasze ostrożniejsze podejście wynika z: i) na dziś nie znamy parametrów instalacji, ii) ostatnie kilka projektów spółki notowało istotne przesunięcia w harmonogramach zakończenia prac.
- CAPEX w okresie rezydualnym jest równy amortyzacji. Wycena nie uwzględnia akwizycji (np. Lotos) lub dezinwestycji.
- Wycena zakłada utrzymanie bieżących przepisów dotyczących zapasów obowiązkowych (od końca 2017 roku obowiązkowe jest utrzymywanie zapasów na poziomie 53 dni produkcji paliw za poprzedni rok kalendarzowy + 10% rezerwy).
- Efektywna stopa podatkowa uwzględnia aktywa kanadyjskie.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 427,7 mln akcji.
- Końcowa wartość w przeliczeniu na jedną akcję jest wyceną na dzień 2 września 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 41,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 96,6 PLN.

### Prognoza podstawowych danych w ujęciu rocznym

| Podstawowe dane:                        | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brent [usd/bbl]                         | 99,0  | 52,4  | 43,7  | 54,2  | 71,3  | 63,1  | 57,7  | 56,7  | 56,5  | 57,2  | 58,2  | 59,2  | 59,8  | 60,0  | 60,0  |
| Ural [usd/bbl]                          | 97,3  | 50,6  | 41,2  | 52,8  | 69,8  | 62,4  | 56,7  | 55,7  | 55,5  | 56,2  | 57,2  | 58,2  | 58,8  | 59,0  | 59,0  |
| Dyferencjał [usd/bbl]                   | 1,7   | 1,9   | 2,5   | 1,4   | 1,5   | 0,7   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Modelowa marża rafinerijna [USD/bbl]*   | 3,4   | 8,2   | 5,4   | 6,4   | 5,1   | 5,3   | 4,8   | 4,8   | 4,6   | 4,5   | 4,4   | 4,4   | 4,3   | 4,3   | 4,3   |
| Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t]   | 781   | 963   | 961   | 934   | 887   | 861   | 809   | 809   | 809   | 809   | 809   | 809   | 809   | 809   | 809   |
| USD/PLN (średni)                        | 3,15  | 3,77  | 3,94  | 3,78  | 3,61  | 3,87  | 3,93  | 3,84  | 3,76  | 3,72  | 3,72  | 3,72  | 3,72  | 3,72  | 3,72  |
| USD/PLN (eop)                           | 3,51  | 3,90  | 4,18  | 3,48  | 3,76  | 3,98  | 3,93  | 3,84  | 3,76  | 3,72  | 3,72  | 3,72  | 3,72  | 3,72  | 3,72  |
| EUR/PLN (średni)                        | 4,18  | 4,18  | 4,36  | 4,26  | 4,26  | 4,33  | 4,42  | 4,42  | 4,42  | 4,42  | 4,42  | 4,42  | 4,42  | 4,42  | 4,42  |
| EUR/USD (średni)                        | 1,33  | 1,11  | 1,11  | 1,13  | 1,18  | 1,12  | 1,13  | 1,15  | 1,18  | 1,19  | 1,19  | 1,19  | 1,19  | 1,19  | 1,19  |
| <b>Cena produktów raf. [USD/t]:</b>     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Benzyna                                 | 915   | 570   | 456   | 553   | 658   | 582   | 548   | 535   | 531   | 536   | 544   | 551   | 556   | 558   | 558   |
| ON                                      | 862   | 507   | 404   | 498   | 642   | 588   | 552   | 543   | 540   | 545   | 551   | 559   | 564   | 565   | 565   |
| COO                                     | 528   | 257   | 208   | 300   | 395   | 341   | 266   | 272   | 271   | 276   | 284   | 291   | 296   | 297   | 297   |
| Benzyna surowa                          | 842   | 464   | 383   | 482   | 604   | 490   | 456   | 447   | 444   | 449   | 459   | 466   | 471   | 472   | 472   |
| <b>Marża na produktach [USD/t]**:</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Benzyna                                 | 165   | 173   | 122   | 142   | 120   | 104   | 111   | 106   | 104   | 103   | 103   | 104   | 104   | 104   | 104   |
| ON                                      | 112   | 110   | 70    | 87    | 103   | 111   | 115   | 113   | 112   | 112   | 111   | 111   | 111   | 111   | 111   |
| COO                                     | -222  | -140  | -125  | -111  | -144  | -136  | -171  | -157  | -157  | -157  | -157  | -157  | -157  | -157  | -157  |
| <b>Cena produktów petchem. [EUR/t]:</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Etylen                                  | 915   | 925   | 838   | 988   | 979   | 868   | 836   | 819   | 808   | 809   | 816   | 823   | 827   | 828   | 828   |
| Propylen                                | 1 068 | 801   | 628   | 843   | 1 004 | 887   | 896   | 879   | 868   | 869   | 876   | 882   | 886   | 888   | 888   |
| Benzen                                  | 980   | 640   | 610   | 768   | 704   | 618   | 626   | 608   | 597   | 598   | 606   | 612   | 616   | 617   | 617   |
| PX                                      | 850   | 695   | 628   | 679   | 834   | 735   | 713   | 696   | 685   | 686   | 693   | 700   | 704   | 705   | 705   |
| PCW                                     | 853   | 877   | 870   | 947   | 965   | 928   | 898   | 890   | 885   | 885   | 889   | 892   | 894   | 894   | 894   |
| HDPE                                    | 1 369 | 1 451 | 1 421 | 1 374 | 1 362 | 1 308 | 1 271 | 1 253 | 1 243 | 1 244 | 1 251 | 1 257 | 1 261 | 1 262 | 1 262 |
| PP                                      | 1 431 | 1 322 | 1 157 | 1 304 | 1 409 | 1 325 | 1 267 | 1 250 | 1 239 | 1 240 | 1 247 | 1 254 | 1 258 | 1 259 | 1 259 |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, \* nie uwzględnia dyferencjału, \*\*cena z notowań NWE – Brent (1t =7,57 bbl)

**Model DCF**

|  | 2019P        | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mld PLN]         | 112,0        | 106,7 | 106,8 | 106,5 | 107,7 | 113,7 | 117,7 | 119,9 | 121,5 | 121,9 |
| EBIT [mld PLN]*                          | 5,82         | 5,36  | 5,64  | 5,97  | 6,03  | 6,15  | 6,36  | 6,18  | 6,04  | 6,11  |
| EBIT LIFO [mld PLN]*                     | 6,14         | 5,67  | 5,88  | 6,10  | 5,99  | 6,02  | 6,25  | 6,13  | 6,04  | 6,11  |
| Stopa podatkowa                          | 19%          | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   |
| Podatek od EBIT [mld PLN]                | 1,11         | 1,02  | 1,07  | 1,13  | 1,15  | 1,17  | 1,21  | 1,17  | 1,15  | 1,16  |
| NOPLAT [mld PLN]*                        | 4,71         | 4,34  | 4,57  | 4,84  | 4,89  | 4,98  | 5,15  | 5,01  | 4,89  | 4,95  |
| Amortyzacja [mld PLN]                    | 3,44         | 3,67  | 3,77  | 3,79  | 3,82  | 3,83  | 4,67  | 4,69  | 4,71  | 4,73  |
| CAPEX [mld PLN]                          | -4,94        | -7,54 | -6,68 | -6,74 | -6,33 | -4,06 | -4,52 | -4,60 | -4,72 | -4,78 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mld PLN]* | 1,40         | 0,15  | 0,21  | -0,10 | -0,03 | -0,20 | 0,04  | -0,08 | -0,07 | -0,05 |
| Inwestycje kapitałowe netto [mld PLN]    | 0,00         | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| FCF [mld PLN]                            | 4,61         | 0,62  | 1,86  | 1,80  | 2,34  | 4,55  | 5,33  | 5,01  | 4,80  | 4,85  |
| DFCF [mld PLN]                           | 4,49         | 0,56  | 1,55  | 1,38  | 1,66  | 2,97  | 3,20  | 2,76  | 2,43  | 2,25  |
| Suma DFCF [mld PLN]                      | 23,27        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna [mld PLN]             | 61,20        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mld PLN] | 28,46        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość firmy EV [mld PLN]               | 51,73        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto 2018 [mld PLN]**              | 8,92         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dywidenda 2019 [mld PLN]                 | 1,50         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Udziały mniejszości [mld PLN]            | 0,01         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału [mld PLN]</b>        | <b>41,31</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ilość akcji [mln szt.]                   | 427,7        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   | <b>96,6</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

|                                |        |        |         |        |        |        |       |       |        |        |
|--------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r           | 2,1%   | -4,8%  | 0,1%    | -0,3%  | 1,1%   | 5,6%   | 3,6%  | 1,8%  | 1,4%   | 0,3%   |
| EBIT zmiana r/r                | -18,1% | -8,0%  | 5,3%    | 6,0%   | 1,0%   | 1,9%   | 3,4%  | -2,7% | -2,3%  | 1,1%   |
| FCF zmiana r/r                 | 126,8% | -86,5% | 198,4%  | -3,4%  | 30,3%  | 94,2%  | 17,0% | -6,0% | -4,1%  | 0,9%   |
| Marża EBITDA                   | 8,3%   | 8,5%   | 8,8%    | 9,2%   | 9,1%   | 8,8%   | 9,4%  | 9,1%  | 8,8%   | 8,9%   |
| Marża EBIT                     | 5,2%   | 5,0%   | 5,3%    | 5,6%   | 5,6%   | 5,4%   | 5,4%  | 5,2%  | 5,0%   | 5,0%   |
| Marża NOPLAT                   | 4,2%   | 4,1%   | 4,3%    | 4,5%   | 4,5%   | 4,4%   | 4,4%  | 4,2%  | 4,0%   | 4,1%   |
| CAPEX / Przychody              | 4,4%   | 7,1%   | 6,3%    | 6,3%   | 5,9%   | 3,6%   | 3,8%  | 3,8%  | 3,9%   | 3,9%   |
| CAPEX / Amortyzacja            | 143,5% | 205,2% | 177,2%  | 177,7% | 165,9% | 106,0% | 96,9% | 98,2% | 100,3% | 101,1% |
| Zmiana KO* / Przychody         | -1,2%  | -0,1%  | -0,2%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,2%   | 0,0%  | 0,1%  | 0,1%   | 0,0%   |
| Zmiana KO* / Zmiana przychodów | -59,9% | 2,8%   | -154,1% | -28,8% | 2,5%   | 3,3%   | -0,9% | 4,0%  | 4,4%   | 14,4%  |

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

|  | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00% | 4,00%  |
| Premia za ryzyko                       | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00%  |
| Beta                                   | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00  | 1,00   |
| Premia kredytowa                       | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50%  |
| Koszt kapitału własnego                | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%   |
| Udział kapitału własnego               | 81,1% | 82,4% | 83,9% | 85,3% | 86,8% | 89,5% | 92,7% | 95,7% | 98,4% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,3%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%   |
| Udział kapitału obcego                 | 18,9% | 17,6% | 16,1% | 14,7% | 13,2% | 10,5% | 7,3%  | 4,3%  | 1,6%  | 0,0%   |
| WACC                                   | 8,1%  | 8,2%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,4%  | 8,5%  | 8,7%  | 8,8%  | 8,9%  | 9,0%   |

Źródło: BDM S.A.,

 \*NOPLAT obliczony na podstawie EBIT, kapitał obrotowy oczyszczony z wyceny zapasów (wycena zapasów ujęta jest w wyniku EBIT), EBIT LIFO podany dla celów porównawczych, wyniki oczyszczone o saldo pozostałej działalności operacyjnej, \*\* dług netto powiększony o zobowiązania ujawnione z tyt. MSSF16

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

|      |     | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |        |        |       |       |       |       |       |       |
|------|-----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |     | -3,00%                                    | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| beta | 0,7 | 88,2                                      | 94,6   | 102,4  | 112,4 | 125,5 | 143,3 | 169,1 | 209,5 | 282,3 |
|      | 0,8 | 82,5                                      | 88,1   | 94,9   | 103,5 | 114,5 | 129,1 | 149,6 | 180,4 | 231,7 |
|      | 0,9 | 77,3                                      | 82,3   | 88,2   | 95,6  | 104,9 | 117,1 | 133,7 | 157,8 | 195,5 |
|      | 1,0 | 72,6                                      | 77,0   | 82,2   | 88,6  | 96,6  | 106,8 | 120,5 | 139,7 | 168,4 |
|      | 1,1 | 68,3                                      | 72,2   | 76,8   | 82,3  | 89,2  | 97,9  | 109,3 | 124,9 | 147,3 |
|      | 1,2 | 64,3                                      | 67,8   | 71,8   | 76,7  | 82,7  | 90,1  | 99,7  | 112,5 | 130,4 |
|      | 1,3 | 60,7                                      | 63,7   | 67,4   | 71,7  | 76,9  | 83,3  | 91,4  | 102,1 | 116,6 |

Źródło: BDM S.A.

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

|                  |    | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |        |        |       |       |       |       |       |       |
|------------------|----|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  |    | -3,00%                                    | -2,00% | -1,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 3,00% | 4,00% | 5,00% |
| Premia za ryzyko | 3% | 94,4                                      | 101,8  | 110,9  | 122,7 | 138,4 | 160,4 | 193,3 | 248,3 | 358,2 |
|                  | 4% | 82,5                                      | 88,1   | 94,9   | 103,5 | 114,5 | 129,1 | 149,6 | 180,4 | 231,7 |
|                  | 5% | 72,6                                      | 77,0   | 82,2   | 88,6  | 96,6  | 106,8 | 120,5 | 139,7 | 168,4 |
|                  | 6% | 64,3                                      | 67,8   | 71,8   | 76,7  | 82,7  | 90,1  | 99,7  | 112,5 | 130,4 |
|                  | 7% | 57,3                                      | 60,0   | 63,2   | 67,0  | 71,6  | 77,2  | 84,2  | 93,1  | 105,1 |
|                  | 8% | 51,2                                      | 53,4   | 56,0   | 59,0  | 62,6  | 66,8  | 72,1  | 78,6  | 87,0  |
|                  | 9% | 45,9                                      | 47,7   | 49,8   | 52,2  | 55,1  | 58,4  | 62,4  | 67,3  | 73,4  |

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% | 168,0 | 157,0 | 147,2 | 138,4 | 130,4 | 123,2 | 116,5 | 110,5 | 104,9 |
|                  | 4% | 144,2 | 133,0 | 123,2 | 114,5 | 106,7 | 99,8  | 93,5  | 87,9  | 82,7  |
|                  | 5% | 125,5 | 114,5 | 104,9 | 96,6  | 89,2  | 82,7  | 76,9  | 71,6  | 66,9  |
|                  | 6% | 110,5 | 99,8  | 90,6  | 82,7  | 75,8  | 69,7  | 64,2  | 59,4  | 55,1  |
|                  | 7% | 98,2  | 87,9  | 79,1  | 71,6  | 65,1  | 59,4  | 54,4  | 49,9  | 45,9  |
|                  | 8% | 87,9  | 78,0  | 69,7  | 62,6  | 56,5  | 51,1  | 46,5  | 42,3  | 38,7  |
|                  | 9% | 79,1  | 69,7  | 61,8  | 55,1  | 49,3  | 44,3  | 40,0  | 36,2  | 32,7  |

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla prognoz na lata 2019-2021 dla spółek rafineryjnych z regionu CEE. Analizę oparto na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA. Dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Porównując wyniki PKN ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 36,9 mld PLN mln PLN, co odpowiada 86,2 PLN na jedną akcję. Ze względu na brak pełnej porównywalności PKN do innych spółek z branży (spółka posiada marginalny dla wyników segment wydobywczy, natomiast silnie rozwinięta jest petrochemia) przyjmujemy udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie na poziomie 0%.

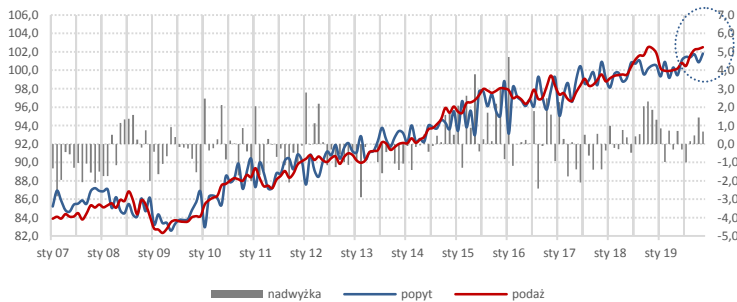
### Wycena porównawcza

|   | P/E         |             |            | EV/EBITDA  |             |            |
|---|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
|   | 2019P       | 2020P       | 2021P      | 2019P      | 2020P       | 2021P      |
| Lotos                                     | 13,7        | 9,0         | 11,8       | 6,4        | 4,5         | 4,6        |
| MOL                                       | 8,9         | 7,4         | 7,6        | 4,0        | 3,6         | 3,4        |
| OMV                                       | 8,5         | 7,6         | 7,2        | 3,2        | 2,8         | 2,5        |
| Tupras-Turkiye                            | 9,9         | 5,6         | 5,0        | 6,7        | 4,4         | 4,2        |
| Neste Oil                                 | 17,5        | 15,4        | 14,6       | 11,0       | 10,0        | 9,5        |
| <b>Mediana</b>                            | <b>9,9</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,6</b> | <b>6,4</b> | <b>4,4</b>  | <b>4,2</b> |
| <b>PKN Orlen</b>                          | <b>9,9</b>  | <b>9,6</b>  | <b>9,0</b> | <b>4,9</b> | <b>5,1</b>  | <b>4,8</b> |
| Premia/dyskonto                           | -0,4%       | 26,0%       | 18,4%      | -23,3%     | 15,0%       | 15,4%      |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]         | 91,4        | 72,2        | 76,8       | 123,1      | 77,0        | 76,8       |
| Waga roku                                 | 33%         | 33%         | 33%        | 33%        | 33%         | 33%        |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> |             | <b>80,1</b> |            |            | <b>92,3</b> |            |
| Waga wskaźnika                            |             | 50%         |            |            | 50%         |            |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>86,2</b> |             |            |            |             |            |

Źródło: BDM S.A. (PKN, Lotos), Bloomberg (pozostałe spółki)

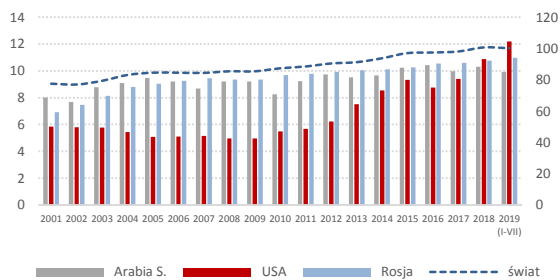
## SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Popyt i podaż ropy na świecie [mln bbl/d]

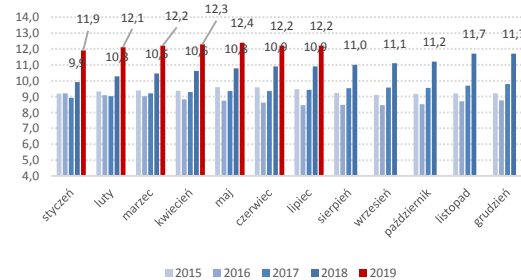


- Ceny ropy w 2019 roku podlegają dużym wahaniom. Na początku stycznia cena baryłki Brent startowała z okolic 55 USD, by pod koniec kwietnia wynosić już 75 USD. Tymczasem w połowie 3Q'19 ceny spadły poniżej 60 USD.
- Z jednej strony mamy wzrost ryzyk politycznych (Iran) oraz ograniczenia produkcji przez OPEC. Z drugiej rekordową produkcję w USA oraz spowolnienie światowej gospodarki.
- EIA obniżyła na początku sierpnia prognozy cen Brent na 2019 rok do średnio 65 USD/bbl (taki sam poziom zakładany jest na 2020 rok - według prognoz podaż w 2020 roku ma przewyższać popyt).

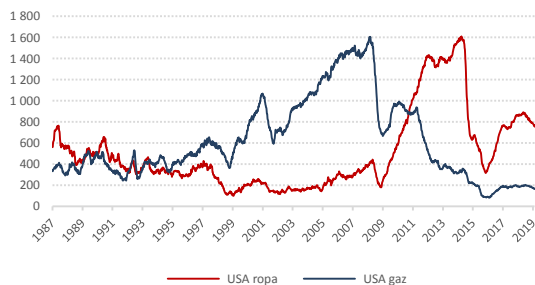
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE  
Produkcja ropy na świecie [mln bbl/d]



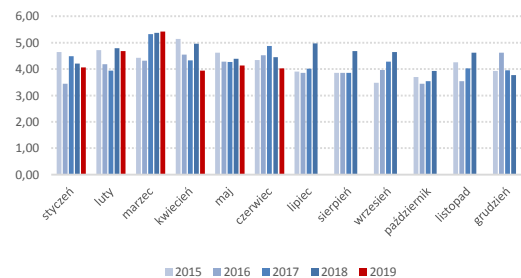
Produkcja ropy w USA [mln bbl/d]



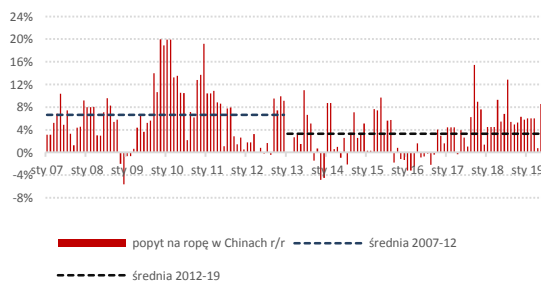
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, świat = skala prawa  
Liczba aktywnych wiertni w USA



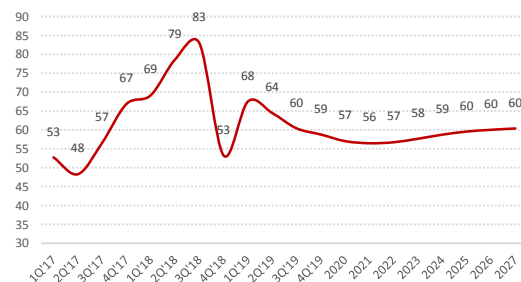
Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Eksport diesla z Rosji [mln t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Popyt na ropę w Chinach - zmiana r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg  
Krzywa kontraktów futures na ropę Brent – cena na koniec okresu [USD/bbl]

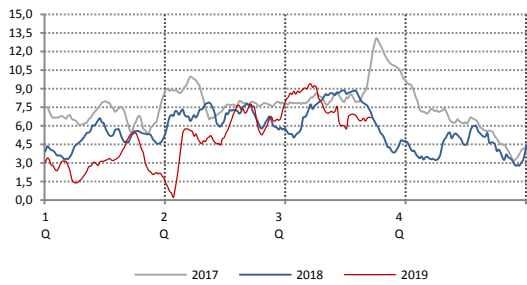


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., Bloomberg



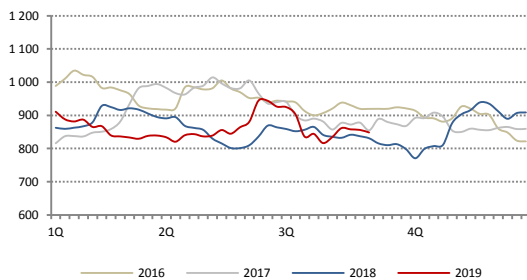
Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, średnia 5 dni

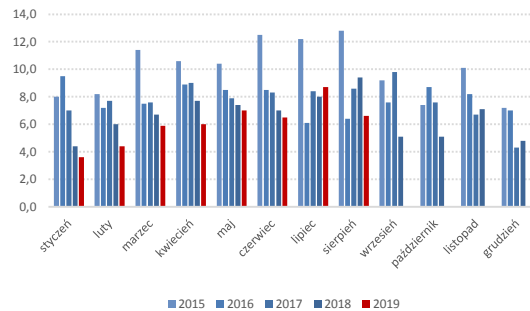
Marża = 36% benzyna + 43% diesel + 14,5% ciężki olej opałowy - 100% Brent

Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] porównanie r/r



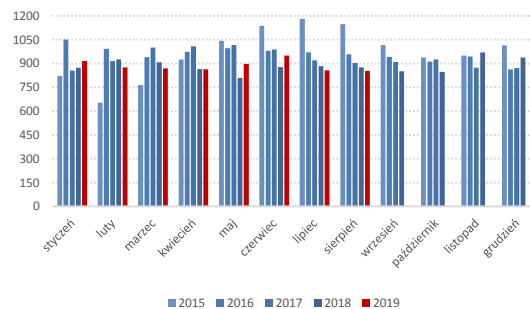
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, marża = 44% HDPE + 7% LDPE + 35% PP Homo + 12% PP Copo - (75% nafta + 25% LS VGO)

Modelowa marża rafineryjna PKN Orlen z dyferencjałem [USD/bbl] – porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., spółka, sierpień'19 = dane Bloomberg

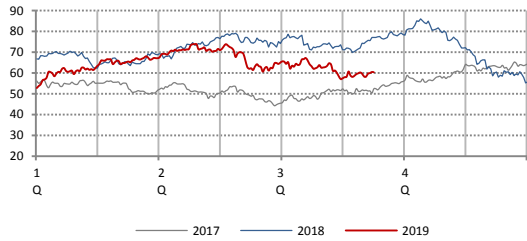
Modelowa marża petrochemiczna [EUR/t] - porównanie r/r



Źródło: BDM S.A., spółka, sierpień'19 = dane Bloomberg

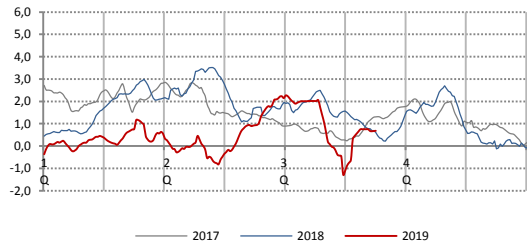
- W 2Q'19 rafineryjna marża modelowa (z dyferencjałem) była słabsza w ujęciu r/r (6,5 USD/bbl vs przed rokiem 7,4 USD/bbl), ale lepsza niż w 1Q'19 (wynosiła wtedy 4,6 USD/bbl). Bezpośredni efekt dla wyników był w części kompensowany przez korzystniejszy kurs USD/PLN. Po przeliczeniu na PLN marża wyniosła 24,8 PLN/bbl (vs 26,3 PLN/bbl rok temu).
- Lipiec był bardzo dobry dla marży rafineryjnej (8,7 USD/bbl vs 8,0 USD/bbl rok temu), sierpień natomiast słabszy r/r (m.in. ze względu na negatywny dyferencjał w pierwszej połowie sierpnia, który jednak już powrócił do korzystniejszych poziomów). Na bazie notowań produktów z Bloomberg, szacujemy marżę na ok. 7 USD/bbl vs 9,4 USD/bbl rok temu. Wrzesień charakteryzuje się bardzo niską bazą (5,1 USD/bbl w 2018 roku).
- W 3Q'18 średnia rafineryjna marża modelowa wynosiła 7,5 USD/bbl, a średni kurs USD/PLN wynosił 3,70. W okresie-lipiec'19 sierpień kurs USD/PLN wynosi 3,85.
- Zwracamy przy tym uwagę, że bardzo dobrze w 3Q'19 nadal wyglądają spotowe premie lądowe, które są w Polsce wyższe r/r.
- Wsparcie w segmencie detalicznym nadal powinien stanowić dobry popyt. Według naszych szacunków w Polsce po słabszym przełomie 1/2Q'19 (efekt wzrostu cen ropy) marże od czerwca są wyższe r/r.
- Dyferencjał Brent-WTI (im niższy tym lepiej dla europejskich rafinerii) w drugiej połowie 3Q'19 spadł w okolice 4 USD/bbl, co oznacza najniższe poziomy od ponad roku.
- Ceny gazu na rynkach europejskich po spadku pod koniec czerwca nawet <10 EUR/MWh, obecnie nieco odbiły ale nadal są na poziomach zdecydowanie niższych r/r (średnia za 3Q'18 to blisko 25 EUR/MWh). Niskie ceny gazu przekładają się m.in. na niskie koszty produkcji energii we własnych EC. O marży petchem piszemy w kolejnym akapicie.

**Brent [USD/bbl] – r/r**

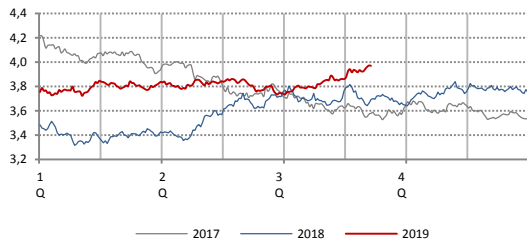


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Dyferencjał Brent – Ural [USD/bbl, średnia 5-dni] r/r**

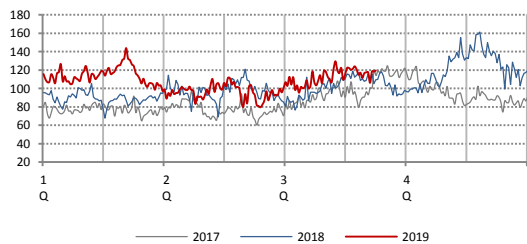


Źródło: BDM S.A., Neste Oil  
USD/PLN



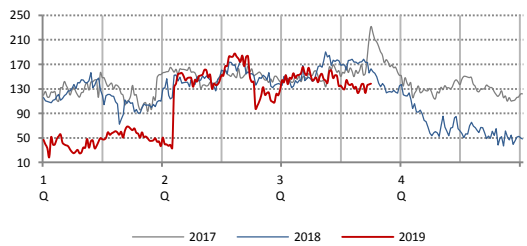
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Diesel marża [USD/t] r/r – spot**



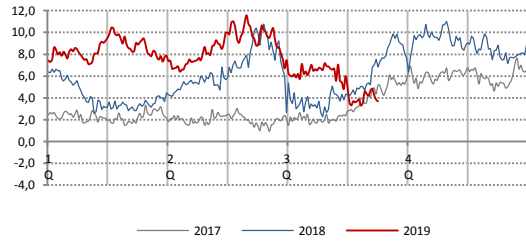
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Benzyna marża [USD/t] r/r – spot**



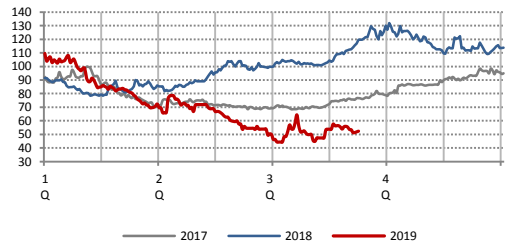
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Dyferencjał Brent – WTI [USD/bbl] r/r**



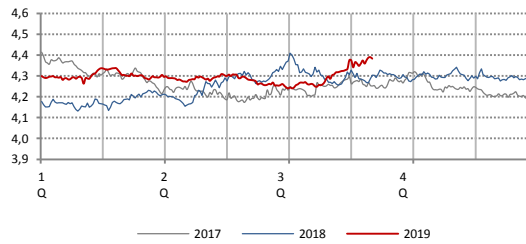
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Cena gazu TGE 1M [PLN/MWh]**



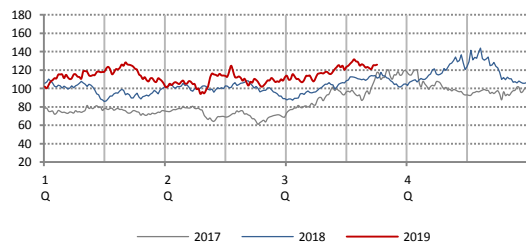
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**EUR/PLN**



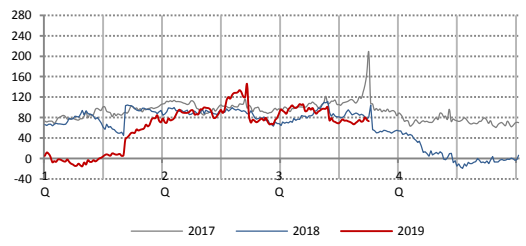
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Diesel marża [USD/t] r/r – futures 1M**



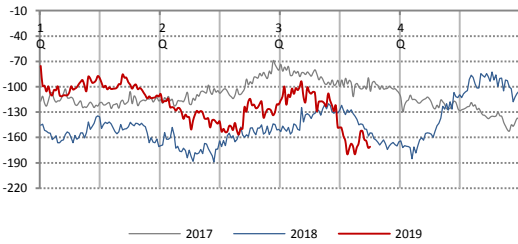
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Benzyna marża [USD/t] r/r – futures 1M, NWE**



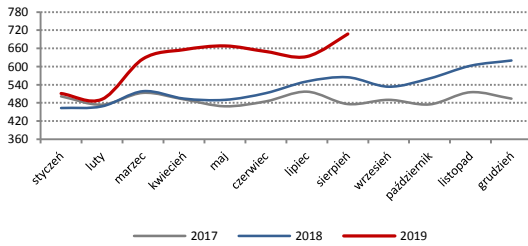
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

COO marża [USD/t] r/r – spot



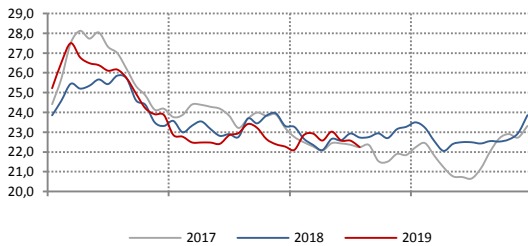
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Benzyna – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



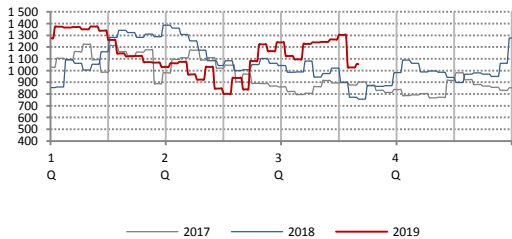
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

Benzyna – zapasy/popyt USA [dni]



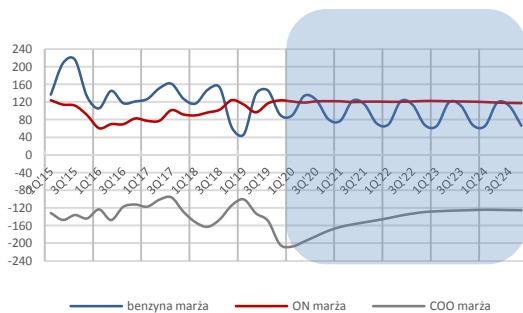
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

Zapasy benzyny w portach ARA [tys t]

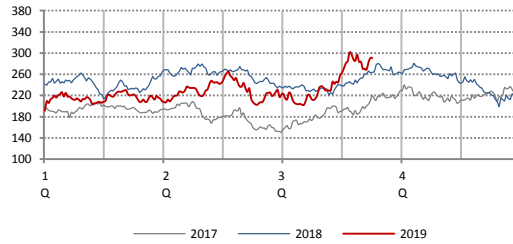


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Marże terminowe na benzynę, diesla, oraz ciężki olej opałowy [USD/t, NWE]

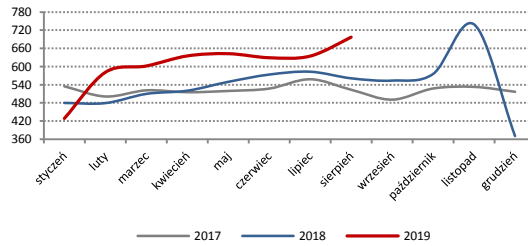


Spread ON – COO [USD/t] r/r



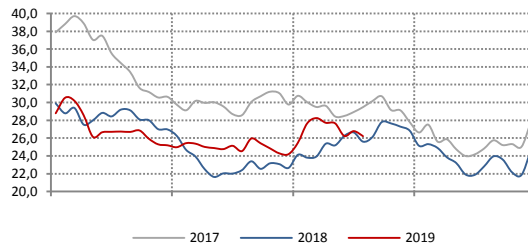
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ON – premia lądowa w Polsce [PLN/t]



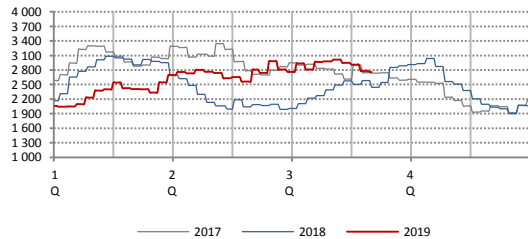
Źródło: BDM S.A., obliczenia własne na bazie cen hurtowych PKN, nie uwzględniają rabatów itp

ON – zapasy/popyt USA [dni]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, DOE

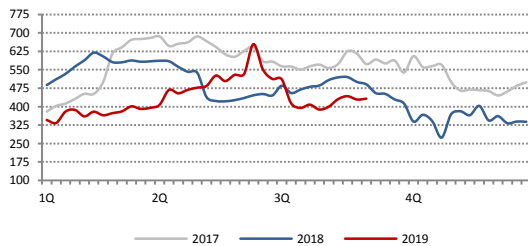
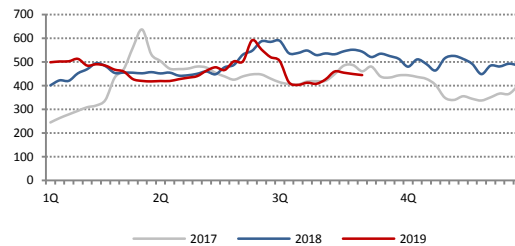
Zapasy diesla w portach ARA [tys t]



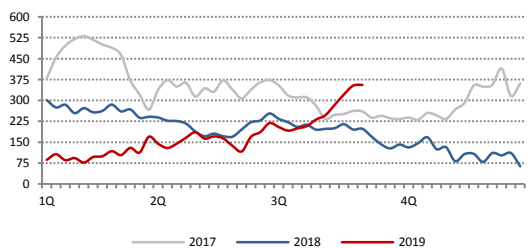
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

- Od początku 2020 roku w życie wejdą regulacje Międzynarodowej Organizacji Morskiej (IMO) dotyczące obniżenia maksymalnej zawartości siarki w paliwach morskich (z 3,5% do 0,5%) – przepisy znane są szerzej jako IMO 2020. Popyt na paliwa morskie to ok. 3,6 mln bbl/d.
- W naszych średnioterminowych prognozach ostrożnie podchodzimy do potencjalnych pozytywnych efektów wprowadzenia regulacji. Temat był bardzo medialny w 2018 roku, pobijając oczekiwania w kwestii kształtowania się marż na średnich destylatach (potencjalny wzrost popytu w związku z wymogiem obniżenia zawartości siarki w paliwach morskich). Kontrakty terminowe nie wskazują jednak na razie na ich skokowy wzrost w przyszłym roku. Zgodnie z oczekiwaniami zauważalne są natomiast niższe ceny terminowe ciężkich, wysokozasiarzonych produktów (przy czym w dłuższym terminie może spaść ich dostępność, tym samym powodując powrót do wyższych marż).
- Teoretycznie rozszerzyć się powinien także dyferencjał Brent/Ural, ze względu na relatywnie niższy popyt na zasiarzoną ropę rosyjską, oferującą mniej marżowy split uzysków produktów końcowych.
- Znakiem zapytania pozostaje nadal m.in. sama egzekucja przepisów przez poszczególne kraje, skala wykorzystania przez armatorów tzw. scrubberów (urządzeń oczyszczających spaliny) czy przejścia na alternatywne paliwa (np. LNG – problemem może być brak odpowiedniej infrastruktury w portach).

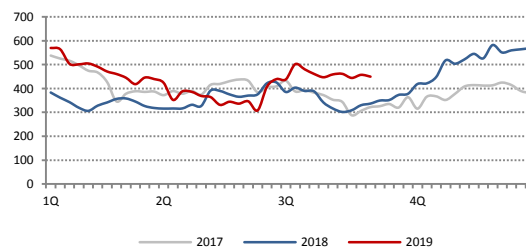
- Okres 2Q'19 przyniósł wyższą r/r marżę w segmencie petrochemicznym - wyniosła ona 930 EUR/t (vs 850 EUR/t rok temu i 887 EUR/t w 1Q'19). Poprawa opartą była m.in. o tańszy wsad (niskie ceny i niskie marże na benzynie surowej)
- Lipiec przyniósł wyraźną korektę marży i jej spadek do 856 EUR/t. Na bazie notowań Bloomberg'a szacujemy, że w sierpniu odnotowano dość zbliżony poziom. Dla porównania średnia za 3Q'18 to 870 EUR/t.
- Marże spadły ostatnio na etylenie i propylenie, ale wzrosły r/r na ich pochodnych. Niskie ceny gazu wspomagają marże na nawozach. Z wysoką bazą musi się mierzyć obecnie marża na PTA.

**Marża etylen – nafta [EUR/t]**

**Marża propylen – nafta [EUR/t]**


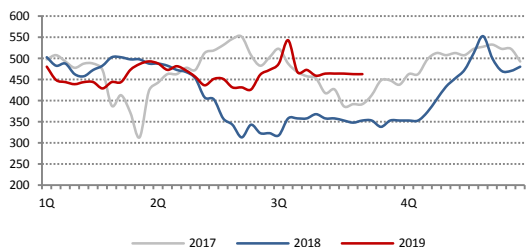
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża benzen – nafta [EUR/t]**


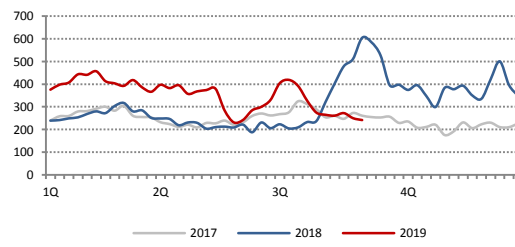
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża polietylen – etylen [EUR/t]**


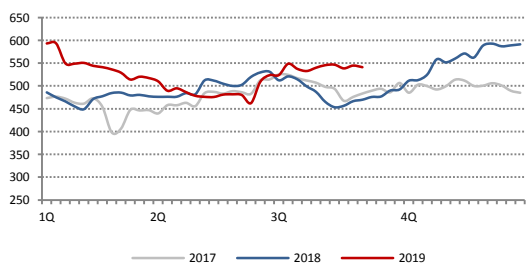
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża polipropylen – propylen [EUR/t]**


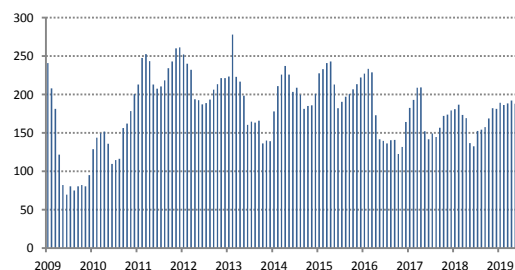
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża PTA – nafta [EUR/t]**


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Marża PCW – etylen\* [EUR/t]**


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, ZCE Purified Terephthalic Acid (PTA) Future Contract

**Marża saletra amonowa – gaz [EUR/t]**


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, etylen=47%

Źródło: BDM S.A., Azoty Tarnów, gaz=0,44 (od 2013 wg ceny TGE 1M)

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki i prognozy wg segmentów w ujęciu kwartalnym 2016-2019 [mln PLN]

|                            | 2016         | 1Q'17        | 2Q'17        | 3Q'17        | 4Q'17        | 2017         | 1Q'18        | 2Q'18        | 3Q'18        | 4Q'18        | 2018         | 1Q'19        | 2Q'19        | 3Q'19P       | 4Q'19P       | 2019P        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                  | 79 553       | 22 875       | 23 025       | 24 730       | 24 734       | 95 364       | 23 241       | 26 701       | 30 344       | 29 420       | 109 706      | 25 246       | 29 228       | 28 912       | 28 656       | 112 043      |
| EBITDA                     | 9 642        | 2 838        | 2 701        | 2 890        | 2 649        | 11 078       | 1 967        | 2 930        | 2 968        | 2 023        | 9 888        | 1 829        | 2 932        | 2 513        | 1 988        | 9 262        |
| EBITDA LIFO                | 9 557        | 2 319        | 3 045        | 2 997        | 1 918        | 10 279       | 1 823        | 1 994        | 2 389        | 2 822        | 9 028        | 2 004        | 2 715        | 2 723        | 2 141        | 9 583        |
| <b>EBITDA LIFO skoryg*</b> | <b>8 001</b> | <b>2 134</b> | <b>2 702</b> | <b>2 756</b> | <b>1 912</b> | <b>9 504</b> | <b>1 814</b> | <b>1 743</b> | <b>2 371</b> | <b>2 354</b> | <b>8 282</b> | <b>1 810</b> | <b>2 655</b> | <b>2 723</b> | <b>2 141</b> | <b>9 329</b> |
| rafineria                  | 4 895        | 1 060        | 1 279        | 1 462        | 1 055        | 4 856        | 649          | 693          | 1 275        | 1 322        | 3 939        | 471          | 1 248        | 1 418        | 1 117        | 4 255        |
| petrochemia                | 1 778        | 798          | 904          | 851          | 481          | 3 034        | 780          | 458          | 487          | 344          | 2 069        | 778          | 782          | 685          | 606          | 2 852        |
| detal                      | 1 832        | 372          | 580          | 616          | 498          | 2 066        | 466          | 685          | 719          | 924          | 2 794        | 676          | 863          | 741          | 566          | 2 846        |
| inne/korekta salda         | 117          | 45           | 83           | -35          | 58           | 151          | 65           | 83           | 52           | -27          | 173          | 71           | -38          | 81           | 92           | 206          |
| korporacyjne               | -621         | -141         | -144         | -138         | -180         | -603         | -146         | -176         | -162         | -209         | -693         | -186         | -200         | -203         | -240         | -829         |
| EBIT                       | 7 532        | 2 276        | 2 120        | 2 274        | 1 987        | 8 657        | 1 341        | 2 258        | 2 292        | 1 326        | 7 217        | 998          | 2 088        | 1 633        | 1 099        | 5 818        |
| Zysk (strata) brutto       | 6 887        | 2 539        | 2 123        | 2 060        | 1 995        | 8 717        | 1 172        | 2 115        | 2 548        | 1 163        | 6 998        | 994          | 2 123        | 1 166        | 766          | 5 049        |
| <b>Zysk (strata) netto</b> | <b>5 261</b> | <b>1 920</b> | <b>1 541</b> | <b>1 603</b> | <b>1 591</b> | <b>6 655</b> | <b>969</b>   | <b>1 627</b> | <b>2 063</b> | <b>804</b>   | <b>5 463</b> | <b>849</b>   | <b>1 602</b> | <b>933</b>   | <b>555</b>   | <b>3 938</b> |

Źródło: BDM S.A., \*wynik oczyszczony o LIFO oraz saldo pozostałej działalności operacyjnej, a także inne raportowane przez spółkę zdarzenia uznane za jednorazowe

### Wyniki za 2Q'2019

|                            | 2Q'18        | 2Q'19        | zmiana r/r   | 2Q'19P BDM   | odchyl.      | 2Q'19P kons  | odchyl.      | 2018         | 2019P        | zmiana r/r    |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Przychody ze sprzedaży     | 26 701       | 29 226       | 9,5%         | 29 461       | -0,8%        | 28 903       | 1,1%         | 109 706      | 112 043      | 2,1%          |
| EBITDA                     | 2 930        | 2 932        | 0,1%         | 2 091        | 40,2%        | 2 254        | 30,1%        | 9 776        | 9 262        | -5,3%         |
| <b>EBITDA LIFO</b>         | <b>2 184</b> | <b>2 715</b> | <b>24,3%</b> | <b>2 211</b> | <b>22,8%</b> | -            | -            | 8 916        | 9 583        | 7,5%          |
| <b>EBITDA LIFO skoryg*</b> | <b>1 743</b> | <b>2 655</b> | <b>52,3%</b> | <b>2 411</b> | <b>10,1%</b> | <b>2 407</b> | <b>10,3%</b> | <b>8 282</b> | <b>9 329</b> | <b>12,6%</b>  |
| EBIT                       | 2 257        | 2 086        | -7,6%        | 1 219        | 71,2%        | 1 435        | 45,4%        | 7 103        | 5 818        | -18,1%        |
| EBIT LIFO                  | 1 511        | 1 869        | 23,7%        | 1 339        | 39,6%        | -            | -            | 6 243        | 6 139        | -1,7%         |
| EBIT LIFO skoryg*          | 1 070        | 1 809        | 69,1%        | 1 539        | 17,5%        | 1 615        | 12,0%        | 5 609        | 5 885        | 4,9%          |
| Zysk (strata) brutto       | 2 115        | 2 123        | 0,4%         | 1 321        | 60,7%        | -            | -            | 6 998        | 5 049        | -27,9%        |
| <b>Zysk (strata) netto</b> | <b>1 627</b> | <b>1 602</b> | <b>-1,5%</b> | <b>1 057</b> | <b>51,6%</b> | <b>1 228</b> | <b>30,5%</b> | <b>5 463</b> | <b>3 938</b> | <b>-27,9%</b> |
| Marża EBITDA               | 11,0%        | 10,0%        |              | 7,1%         |              | 7,8%         |              | 8,9%         | 8,3%         |               |
| Marża EBITDA LIFO          | 8,2%         | 9,3%         |              | 7,5%         |              | -            |              | 8,1%         | 8,6%         |               |
| Marża EBITDA LIFO skoryg   | 6,5%         | 9,1%         |              | 8,2%         |              | 8,3%         |              | 7,5%         | 8,3%         |               |
| Marża EBIT                 | 8,5%         | 7,1%         |              | 4,1%         |              | 5,0%         |              | 6,5%         | 5,2%         |               |
| Marża zysku netto          | 6,1%         | 5,5%         |              | 3,6%         |              | 4,2%         |              | 5,0%         | 3,5%         |               |

Źródło: BDM S.A., \*wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (wyniki na odkupie zapasów, odpisy wg MSR2, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp).

### Wyniki za 2Q'19:

- W 2Q'19 (6,5 USD/bbl) rafineryjna marża modelowa (z dyferencjałem) była słabsza w ujęciu r/r (przed rokiem 7,4 USD/bbl), ale wyraźnie lepsza niż w 1Q'19 (wynosiła wtedy 4,6 USD/bbl). Po przeliczeniu na PLN marża okazała się w 2Q'19 słabsza r/r jedynie o 1,5 PLN/bbl (-6% r/r). Zwracamy uwagę natomiast na wyższe r/r i q/q premie łądowe w Polsce (m.in. efekt zakłóceń w zaopatrzeniu regionalnych rafinerii w ropę).
- Okres 2Q'19 przyniósł wyraźną poprawę marży w segmencie petrochemicznym - wyniosła ona 903 EUR/t (vs 850 EUR/t rok temu i 887 EUR/t w 1Q'19). W detalu nadal dobra koniunktura gospodarcza w kraju wpływała pozytywnie na konsumpcję, marżom w drugiej połowie kwartału sprzyjał spadek cen ropy.
- W 2Q'19 skorygowana EBITDA LIFO wyniosła 2,66 mld PLN i była wyższa do naszej prognozy oraz konsensusu, który wynosił ok. 2,41 mld PLN. Raportowana EBITDA LIFO (2,72 mld PLN) została wsparta przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (ok. +0,10 mld PLN). Z drugiej strony spółka zawiązała niewielkie odpisy na zapasach (NRV).
- Oczyszczona EBITDA LIFO w 2Q'19 wg głównych segmentów: rafineria: 1,25 mld PLN (pozytywny wpływ premii łądowych r/r oraz ograniczenie negatywnego wpływu hedgingu, który wyraźnie obciążył wyniki rok temu), petrochemia: 0,78 mld PLN – wynik wyraźnie lepszy r/r na bazie wyższych marż, detal: 0,86 mld PLN (rekordowy w historii 2Q – wysokie marże i dobry popyt).
- Na raportowaną EBITDA w 2Q'19 lekko pozytywny wpływ miała wycena zapasów (efekt LIFO: +0,22 mld PLN – wpływ wzrostu średniej ceny ropy w ujęciu q/q). Saldo finansowe było także lekko dodatnie (pomogły dodatnie różnice kursowe). Raportowany zysk netto wypadł porównywalnie r/r.
- Zwracamy uwagę, że amortyzacja wzrosła r/r o 173 mln PLN. Z tego za 124 mln PLN odpowiada wzrost amortyzacji z tytułu uwzględniania MSSF16 (skorygowana EBITDA LIFO w 2Q'19 według standardów obowiązujących w 2Q'18 wyniosła więc ok. 2,5 mld PLN).

- Cash flow operacyjny: +3,5 mld PLN (w tym 1,2 mld PLN z tytułu spadku kapitału pracującego) vs rok temu +1,9 mld PLN. Zapasy obowiązkowe w Polsce na koniec 2Q'19: 4,7 mld PLN (5,5 mld PLN po 1Q'19, spadek ceny ropy Ural na koniec kwartału w ujęciu q/q o 9%).
- Mniejszy r/r w 2Q'19 był CAPEX wg rachunku przepływów (0,9 mld PLN vs 1,1 mld PLN rok temu). Po 1H'19 CAPEX wyniósł 1,7 mld PLN, spółka podtrzymuje plan 5,0 mld PLN w całym 2019 roku.
- Dług netto (ujmując zobowiązania leasingowe) wyniósł 5,99 mld PLN (2,42 mld PLN bez ujawnień wynikających z MSSF16).
- Przerób ropy wyniósł 8,3 mln t vs 7,5 mln t rok wcześniej – głównie ze względu na wzrost wykorzystania mocy na Litwie.

#### Założenia w długim terminie:

- Prognozę ceny ropy Brent na kolejne okresy opieramy o bieżącą krzywą forward – w długim terminie przyjmuje ona obecnie poziom do 60 USD/bbl. Długoterminowy dyferencjał Brent - Ural przyjęto na poziomie 1,0 USD/bbl. Tabelka ze szczegółowymi założeniami makro dla poszczególnych lat znajduje się na stronie 6 raportu (zakładamy m.in. lekką poprawę marż na lekkich i średnich destylatach w 2020 roku oraz spadek na ciężkich, w kolejnych latach nie przyjmujemy dalszej poprawy marży modelowej).
- Z ustaleń z początku czerwca ze stroną rosyjską wynika, że spółka może w przyszłości otrzymać rekompensaty z tytułu dostaw zanieczyszczonej ropy oraz braku dostaw w późniejszym okresie. W lipcu pojawiła się oficjalna propozycja ze strony Transneft na poziomie 15 USD za baryłkę ropy niespełniającej norm. Ze strony PKN pojawiły się informacje o wysłaniu roszczeń dotyczących wstrzymania dostaw ropy naftowej, natomiast roszczenia dotyczące przerobu ropy pojawią się dopiero po przeglądzie instalacji (analizy mogą potrwać do końca września). Mając jednak na uwadze historię sporów np. PGNiG ze stroną rosyjską, nie bierzemy na razie pod uwagę tego czynnika w prognozach. Potencjalnym ryzykiem pozostają nadal możliwe uszkodzenie elementów rafinerii (związane z przyjęciem partii zanieczyszczonej ropy), które mogą ujawnić się w późniejszym czasie.
- Do 2Q'19 narastająca za 4Q oczyszczona EBITDA LIFO wynosi 9,2 mld PLN. Zakładamy, że w całym 2019 roku spółka wypracuje ok. 9,3 mld PLN (zakładamy lepszy r/r 3Q'19, natomiast słabszy 4Q'19 ze względu na wysoką bazę). Taki poziom jest jak na razie wyraźnie poniżej celu (głównie efekt czynników makro, przy tym też należy pamiętać, że 2020 miał być według spółki lepszy niż 2019), który w strategii określono na średnio 10,3 mld PLN w latach 2019-20. W 2020 roku w naszym modelu zakładamy wypracowanie 9,3-9,4 mld PLN.
- Względem poprzedniego modelu podwyższyliśmy prognozy na 2019 roku (m.in. ze względu na lepszy od oczekiwań 2Q'19) a także w nieznacznym stopniu na kolejne lata (na co wpływają m.in. nieco lepsze premie łądowe i wyższy kurs USD/PLN).
- Średnia EBITDA LIFO w latach 2021-25 w naszych prognozach skalkulowana jest na poziomie 10,0 mld PLN (vs 9,9 mld PLN poprzednio) a w okresie 2026-28 na poziomie 10,8 mld PLN. Stopniowy wzrost jest głównie efektem ujęcia EBITDA z nowych inwestycji w segmencie petrochemicznym (ok. 1,2 mld PLN ujęte od 2025 roku - spółka zakłada, że będzie to 1,5 mld PLN od 2024 roku).
- Obecny konsensus Bloomberg na poziomie EBITDA'19 wynosi niespełna 9,1 mld PLN (na początku lipca było to 8,5 mld PLN). Trudno nam powiedzieć, które dokładnie wyniki dodane są do konsensusu: EBITDA czy EBITDA LIFO - rozstrzał pomiędzy poszczególnymi prognozami jest dość spory (od 8,6 mld PLN do 10,0 mld PLN). Zwracamy też uwagę, że konsensus nie ujmuje prawdopodobnie w pełni skutków wprowadzenia MSSF 16 (wzrost amortyzacji i długu netto o odpowiednio ok. 0,5 mld PLN / 3,3 mld PLN).
- Należy sobie zdawać sprawę z cykliczności trendów makro w obszarach (szczególnie w rafinerii), w których działa PKN – lata bardzo dobre przeplatane są słabymi. Głównym ryzykiem zewnętrznym są ceny ropy (ich ewentualny wzrost negatywnie odbije się na marżach przerobowych). Inwestorzy powinni być także świadomi, że spółka w średnim terminie może być narażona na ryzyka polityczne (np. przy bardzo wysokich zyskach mogą pojawić się pokusy, by je „spożytkować”, niekoniecznie przez dywidendę).



## STRATEGIA ORAZ CZYNNIKI MOGĄCE WPŁYNAĆ NA WYCENĘ W PRZYSZŁOŚCI

### Główne założenia strategii 2017-2021

- W grudniu 2016 roku spółka opublikowała strategię rozwoju na lata 2017-2021, w której przedstawione cele finansowe i operacyjne na lata 2017-2018. W grudniu 2018 roku spółka wyznaczyła cele finansowe na dwa kolejne lata (2019-2020) oraz cele operacyjne na 2022 rok.
- Orlen w latach 2019-2020 planuje średniorocznie 10,3 mld PLN EBITDA LIFO (bez uwzględnienia MSSF16, według danych, które spółka pokazała w 1Q'19 – roczna EBITDA powinna być ok. 0,5 mld PLN wyższa). W okresie 2017-18 spółka miała średnio 8,9 mln PLN oczyszczonej EBITDA LIFO. Wzrost zakładany jest głównie w downstreamie.
- Spółka zakłada w wzrost marży rafinerijnej (z dyferencjałem) do średnio 8,6 USD/bbl (vs 7,2 USD/bbl w latach 2017-18). Spółka oczekuje m.in. wyraźnego wzrostu dyferencjału do ponad 3 USD/bbl (jako m.in. pochodnej spadku popytu na ciężkie gatunki ropy po wprowadzeniu regulacji IMO 2020). W okresie styczeń-lipiec'19 marża wyniosła 6,0 USD/bbl (w tym dyferencjał 0,5 USD/bbl). W segmencie petrochemicznym spółka zakłada spadek marży ok. 10% w porównaniu z okresem 2017-18 (808 EUR/t vs 898 EUR/t).
- Zakładany przerób ropy w 2022 roku to 33,7 mln ton (33,4 mln ton w 2018 roku). Wydobycie ma wzrosnąć w 2022 roku do 25 tys boe/d.
- Średni CAPEX w okresie 2019-20 ma kształtować się na poziomie 6,8 mld PLN/rok (5,0 mld PLN ma zostać wydane w 2019 roku, co implikuje wzrost w 2020 roku do ok. 8,5 mld PLN). Wzrost w 2020 roku związany jest głównie z rozpoczęciem nowych projektów w segmencie petrochemicznym: i) budowa kompleksu pochodnych aromatów, ii) rozbudowa kompleksu olefin oraz iii) rozbudowa zdolności produkcyjnych fenolu. Ich łączna wartość to 8,3 mld PLN do 2023 roku, a szacowany wzrost EBITDA to 1,5 mld PLN od 2024 roku. W 2019 roku rozpoczęła się także rozbudowa instalacji Anwilu (zakładany wzrost mocy o 50% do 2022 za 1,3 mld PLN, szacowany przez spółkę pozytywny wpływ na EBITDA ok. 250 mln PLN/rok).
- Plan inwestycyjny zaprezentowany w strategii nie uwzględnia Lotosu. Spółka w strategii zasygnalizowała natomiast analizę inwestycji w energetykę w postaci morskich farm wiatrowych. Orlen ma koncesję na wybudowanie 1,2 GW mocy (według szacunków PGE inwestycja w 1,0 GW mocy = 12-14 mld PLN. W strategii nie pojawił się natomiast wątek, rozważanego wcześniej oficjalnie, udziału w budowie potencjalnej elektrowni atomowej.
- Zarząd zakłada systematyczną wypłatę dywidendy „uwzględniająca sytuację finansową”. Za 2019 rok spółka wypłaciła 3,5 PLN/akcję (vs 3,0 PLN w 2017 i 2018 roku).

#### Założenie strategii vs prognozy DM BDM [mld PLN]

|                     | 2017-18<br>średnia | cel 2019-20<br>spółka | 2019-20<br>BDM | 2021-25<br>BDM |
|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------|----------------|
| <b>EBITDA LIFO*</b> | <b>8,9</b>         | <b>10,3</b>           | <b>9,3</b>     | <b>10,0</b>    |
| downstream          | 6,9                | 8,3                   | 7,1            | 7,7            |
| detal               | 2,4                | 2,4                   | 2,8            | 3,0            |
| wydobycie           | 0,2                | 0,5                   | 0,3            | 0,4            |
| koszty korporacyjne | -0,6               | -0,9                  | -0,9           | -1,0           |
| <b>CAPEX</b>        | <b>4,5</b>         | <b>6,8</b>            | <b>6,2</b>     | <b>5,7</b>     |
| downstream          | 2,7                | 4,9                   | 4,7            | 4,3            |
| detal               | 0,8                | 0,7                   | 0,8            | 0,7            |
| wydobycie           | 0,8                | 0,7                   | 0,5            | 0,4            |
| koszty korporacyjne | 0,2                | 0,5                   | 0,3            | 0,3            |

Źródło: BDM S.A., spółka, CAPEX'17-18 wg danych z prezentacji,

\*wynik oczyszczony

#### Założenie strategii vs prognozy DM BDM

|                                | jednostka | 2017-18<br>średnia | cel<br>2019-20<br>spółka | 2019-20<br>BDM | 2021-25<br>BDM |
|--------------------------------|-----------|--------------------|--------------------------|----------------|----------------|
| dyferencjał Brent/Ural         | USD/bbl   | 1,4                | 3,1                      | 0,9            | 1,0            |
| marża rafinerijna z dyferencj. | USD/bbl   | 7,2                | 8,6                      | 5,9            | 5,5            |
| marża pet-chem                 | EUR/t     | 910                | 808                      | 835            | 809            |
| ropa Brent                     | USD/bbl   | 63                 | 73                       | 60             | 58             |
| gaz ziemny w PL                | EUR/MWh   | 22                 | 20                       | 17,9           | 18,8           |
| energia elektryczna w PL       | PLN/MWh   | 199                | 211,5                    | 265            | 267            |
| USD/PLN                        | -         | 3,70               | 3,7                      | 3,90           | 3,75           |
| EUR/PLN                        | -         | 4,26               | 4,17                     | 4,38           | 4,42           |

Źródło: BDM S.A., spółka

### Zakup udziałów w Lotosie

- Pod koniec lutego 2018 roku PKN Orlen poinformował o podpisaniu ze Skarbem Państwa listu intencyjnego w sprawie przejęcia kontroli nad Lotosem (nabycie bezpośrednio lub pośrednio przez Orlen minimum 53% akcji gdańskiej spółki). Skarb Państwa ma w Lotosie obecnie 53,2% akcji (nie ma innych akcjonariuszy, którzy posiadaliby powyżej 5% akcji). Orlen zastrzegł, że list intencyjny nie stanowi wiążącego zobowiązania do przeprowadzenia transakcji.
- Bazowy scenariusz to nabycie przez PKN od Skarbu Państwa 32,99% akcji, a następnie ogłoszenie wezwania w celu osiągnięcia 66% (w związku z zamiarem przekroczenia 33%). Tu kwestią do rozwiązania jest prawdopodobieństwo, że Skarb Państwa zostanie jednak z jakimś pakietem akcji Lotosu, jeśli dojdzie do redukcji zapisów. Taki scenariusz zakładałby też utrzymanie Lotosu na GPW.
- W momencie rozpoczęcia procesu zakładano, że może potrwać od roku do kilkunastu miesięcy. PKN zakładał m.in., żełoży do Komisji Europejskiej wniosek dotyczący połączenia na przełomie 2018 i 2019 roku a zgoda zostanie uzyskana do połowy 2019 roku.



- Spółka złożyła wniosek do KE dopiero na początku lipca 2019. W sierpniu Komisja zdecydowała, że wszczyna szczegółowe postępowanie ws. oceny transakcji i ostatecznie wypowie się w tym temacie do stycznia 2020 roku. Komisja przeprowadzi obecnie szczegółowe postępowanie wyjaśniające dotyczące skutków transakcji. Wstępnie stwierdzono problemy w zakresie konkurencji. Na obecnym etapie Komisja obawia się, że proponowana transakcja doprowadziłaby do ograniczenia konkurencji na kilku rynkach, na których powstały w wyniku połączenia podmiot prowadzący działalność (m.in. w hurcie, w detalu, w sprzedaży bitumin).
- Zdaniem PKN Orlen stanowisko KE nie jest zaskoczeniem a pogłębione analizy pozwolą na wypracowanie optymalnych rozwiązań dla rynku w kontekście jego konkurencyjności. Wynikiem analiz ma być wypracowanie i złożenie środków zaradczych przez PKN Orlen. Według wcześniejszych wypowiedzi prezesa Orlenu nawet ewentualna negatywna decyzja nie zatrzyma współpracy obydwu spółek a Orlen prawdopodobnie po pewnym czasie ponownie złoży wniosek do KE.
- Lotos, PKN Orlen i Skarb Państwa podpisały ostatnio także porozumienie dotyczące realizacji transakcji, które obowiązuje maksymalnie do końca czerwca 2020 roku. Na jego mocy w przypadku sprzedaży akcji Lotosu w inny sposób niż w drodze wezwania wyceny ma zostać dokonana według co najmniej dwóch powszechnie uznanych metod.
- Orlen szacuje, że zoptymalizowane w ramach całego koncernu procesy pozwolą na ograniczenie kosztów funkcjonowania – w komunikacie podano, że może to być nawet kilkaset mln PLN rocznie. Nowy podmiot ma poprawić swoją pozycję negocjacyjną przy zaopatrzeniu w surowce (przede wszystkim zakupy ropy), uzyskać szereg synergii w zakresie logistyki produktów, planowania produkcji, nakładów inwestycyjnych.
- Ze względu na brak finalnych parametrów nie uwzględniamy na razie transakcji w prognozach (przejęcie 66% akcji kosztowałoby przy obecnym kursie Lotosu ok. 10,5 mld PLN). Nie znamy bowiem np. ceny po jakiej PKN odkupiłby akcje od Skarbu Państwa oraz dokonywał wezwania. Pytaniem jest też jak głęboka będzie integracja spółek – np. pozostawienie Lotosu na giełdzie może dać mniejsze korzyści (np. nadal w spółce będą mniejszościowi akcjonariusze, którzy mogą chcieć realizować własne interesy – podobny przypadek jak przez lata w Unipetrolu) niż przejęcie pełnej kontroli nad spółką.

**Porównanie PKN vs Lotos**

| PKN Orlen                                 |        |        |        |         | Lotos                                     |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|---------|---|--------|--------|--------|--------|
| MC [mln PLN]                              | 38 922 |        |        |         | MC [mln PLN]                              | 15 825 |        |        |        |
| dług netto 2Q'19 [mln PLN]*               | 5 985  |        |        |         | dług netto 2Q'19 [mln PLN]                | 2 963  |        |        |        |
|   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018    |   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
| Przychody [mln PLN]                       | 88 336 | 79 553 | 95 364 | 109 706 | Przychody [mln PLN]                       | 22 709 | 20 931 | 24 186 | 30 122 |
| EBITDA [mln PLN]                          | 6 235  | 9 642  | 11 078 | 9 776   | EBITDA [mln PLN]                          | 1 138  | 2 923  | 3 073  | 3 704  |
| EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]             | 10 376 | 8 001  | 9 504  | 1 814   | EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]             | 2 126  | 2 633  | 3 049  | 3 138  |
| Zysk netto [mln PLN]                      | 2 837  | 5 261  | 6 655  | 5 463   | Zysk netto [mln PLN]                      | -263   | 1 015  | 1 672  | 1 587  |
| Aktywa [mln PLN]                          | 48 137 | 55 559 | 60 664 | 64 141  | Aktywa [mln PLN]                          | 19 169 | 19 326 | 21 171 | 22 224 |
| KW [mln PLN]                              | 24 244 | 29 285 | 35 211 | 35 739  | KW [mln PLN]                              | 7 712  | 8 611  | 10 713 | 12 035 |
| Dług netto [mln PLN]                      | 6 950  | 3 504  | 927    | 5 599   | Dług netto [mln PLN]                      | 5 616  | 4 623  | 2 468  | 1 909  |
| Dług netto/EBITDA LIFO skoryg.            | 0,7    | 0,4    | 0,1    | 3,1     | Dług netto/EBITDA LIFO skoryg.            | 2,6    | 1,8    | 0,8    | 0,6    |
| CF operacyjny [mln PLN]                   | 5 354  | 9 331  | 8 050  | 4 980   | CF operacyjny [mln PLN]                   | 1 488  | 2 654  | 3 127  | 2 328  |
| CAPEX + akwizycje [mln PLN]               | 3 079  | 5 033  | 4 039  | 4 454   | CAPEX + akwizycje [mln PLN]               | 1 202  | 997    | 1 439  | 967    |
| P/E                                       | 13,7   | 7,4    | 5,8    | 7,1     | P/E                                       | -      | 15,7   | 9,5    | 10,0   |
| EV/EBITDA                                 | 7,4    | 4,4    | 3,6    | 4,6     | EV/EBITDA                                 | 18,9   | 7,0    | 6,0    | 4,8    |
| EV/EBITDA LIFO skoryg                     | 4,4    | 5,3    | 4,2    | 24,5    | EV/EBITDA LIFO skoryg                     | 10,1   | 7,8    | 6,0    | 5,7    |
| P/BV                                      | 1,6    | 1,3    | 1,1    | 1,1     | P/BV                                      | 2,1    | 1,8    | 1,5    | 1,3    |
| <b>Segment rafineryjny</b>                |        |        |        |         | <b>Segment rafineryjny</b>                |        |        |        |        |
| Przerób ropy [tys t]                      | 30 909 | 30 147 | 33 228 | 33 380  | Przerób ropy [tys t]                      | 10 213 | 10 387 | 9 626  | 10 764 |
| Sprzedaż [tys t]                          | 24 991 | 25 574 | 27 055 | 27 150  | Sprzedaż [tys t]                          | 10 681 | 10 838 | 10 637 | 11 452 |
| Sprzedaż [mln PLN]                        | b.d.   | b.d.   | b.d.   | b.d.    | Sprzedaż [mln PLN]                        | 16 599 | 15 169 | 17 632 | 22 436 |
| EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]             | 6 443  | 4 895  | 4 856  | 3 939   | EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]             | 1 668  | 1 838  | 2 044  | 2 021  |
| Marża modelowa [USD/bbl]                  | 10,0   | 7,8    | 7,7    | 6,6     | Marża modelowa [USD/bbl]                  | 7,8    | 6,8    | 7,5    | 7,4    |
| EBITDA LIFO skoryg. [USD/bbl]             | 9,2    | 6,6    | 6,4    | 5,4     | EBITDA LIFO skoryg. [USD/bbl]             | 5,6    | 5,8    | 6,9    | 6,6    |
| <b>Segment petrochemiczny</b>             |        |        |        |         | <b>Segment petrochemiczny</b>             |        |        |        |        |
| Wolumen [tys t]                           | 5 389  | 5 134  | 5 870  | 5 566   | Wolumen [tys t]                           |        |        |        |        |
| Sprzedaż [mln PLN]                        | b.d.   | b.d.   | b.d.   | b.d.    | Sprzedaż [mln PLN]                        |        |        |        |        |
| EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]             | 3 025  | 1 778  | 3 034  | 2 069   | EBITDA LIFO skoryg. [mln PLN]             |        |        |        |        |
| Marża petrochemiczna [EUR/t]              | 963    | 961    | 934    | 887     | Marża petrochemiczna [EUR/t]              |        |        |        |        |
| <b>Segm. rafineryjny + petrochemiczny</b> |        |        |        |         | <b>Segm. rafineryjny + petrochemiczny</b> |        |        |        |        |
| Sprzedaż [mln PLN]                        | 69 611 | 60 094 | 75 241 | 89 737  | Sprzedaż [mln PLN]                        | 16 599 | 15 169 | 17 632 | 22 436 |
| <b>Segment detaliczny</b>                 |        |        |        |         | <b>Segment detaliczny</b>                 |        |        |        |        |
| Sieć stacji ogółem [średnio]              | 2 685  | 2 689  | 2 743  | 2 790   | Sieć stacji ogółem [średnio]              | 454    | 480    | 487    | 489    |
| Sieć stacji ogółem [eop]                  | 2 679  | 2 695  | 2 783  | 2 803   | Sieć stacji ogółem [eop]                  | 476    | 487    | 493    | 495    |
| Wolumen [tys t]                           | 7 984  | 8 187  | 8 819  | 9 448   | Wolumen [tys t]                           | 1 216  | 1 082  | 1 168  | 1 253  |
| Sprzedaż [mln PLN]                        | 31 122 | 30 121 | 33 630 | 37 474  | Sprzedaż [mln PLN]                        | 5 771  | 4 952  | 5 694  | 6 736  |
| EBITDA skoryg. [mln PLN]                  | 1 556  | 1 832  | 2 066  | 2 794   | EBITDA skoryg. [mln PLN]                  | 112    | 140    | 154    | 181    |
| Sprzedaż/stację [mln PLN]                 | 11,6   | 11,2   | 12,3   | 13,4    | Sprzedaż/stację [mln PLN]                 | 12,7   | 10,3   | 11,7   | 13,8   |
| Wolumen/stację [tys t]                    | 3,0    | 3,0    | 3,2    | 3,4     | Wolumen/stację [tys t]                    | 2,7    | 2,3    | 2,4    | 2,6    |
| EBITDA/stację [mln PLN]                   | 0,58   | 0,68   | 0,75   | 1,00    | EBITDA/stację [mln PLN]                   | 0,25   | 0,29   | 0,31   | 0,37   |
| <b>Segment wydobywczy</b>                 |        |        |        |         | <b>Segment wydobywczy</b>                 |        |        |        |        |
| Wydobycie węgłowodorów [mln boe]          | 2,66   | 4,93   | 5,65   | 6,51    | Wydobycie węgłowodorów [mln boe]          | 4,34   | 9,75   | 8,50   | 7,55   |
| Sprzedaż [mln PLN]                        | 215    | 442    | 515    | 605     | Sprzedaż [mln PLN]                        | 699    | 1 228  | 1 359  | 1 464  |
| EBITDA skoryg. [mln PLN]                  | 41     | 205    | 294    | 343     | EBITDA skoryg. [mln PLN]                  | 339    | 688    | 863    | 917    |

Źródło: BDM S.A., spółki, \*wg MSSF16

**DANE FINANSOWE**

| <b>Bilans [mld PLN]</b>         | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018</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                   | 30,38        | 31,82        | 34,13        | 38,95        | 42,81        | 45,73        | 48,67        | 51,18        | 51,41        | 51,27        | 51,18        | 51,20        | 51,25        |
| Wartości niematerialne i prawne | 1,38         | 1,27         | 1,32         | 1,35         | 1,37         | 1,38         | 1,39         | 1,41         | 1,42         | 1,44         | 1,46         | 1,47         | 1,49         |
| Rzeczowe aktywa trwałe          | 27,67        | 29,07        | 31,39        | 36,18        | 40,03        | 42,92        | 45,86        | 48,36        | 48,57        | 48,41        | 48,31        | 48,30        | 48,34        |
| Pozostałe aktywa trwałe         | 1,33         | 1,47         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         | 1,42         |
| Aktywa obrotowe                 | 25,18        | 28,85        | 30,01        | 30,64        | 27,66        | 26,91        | 26,02        | 25,46        | 25,82        | 26,56        | 26,43        | 26,03        | 25,83        |
| Zapasy                          | 11,18        | 12,44        | 14,36        | 13,00        | 12,15        | 11,84        | 11,69        | 11,76        | 11,79        | 12,03        | 12,11        | 12,16        | 12,03        |
| Należności krótkoterminowe      | 8,67         | 9,60         | 10,59        | 9,85         | 9,24         | 9,06         | 8,97         | 9,03         | 9,20         | 9,42         | 9,52         | 9,58         | 9,52         |
| Inwestycje krótkoterminowe      | 5,32         | 6,81         | 5,05         | 7,79         | 6,27         | 6,01         | 5,36         | 4,67         | 4,84         | 5,10         | 4,80         | 4,28         | 4,28         |
| -środki pieniężne i ekwiwalenty | 5,07         | 6,24         | 4,19         | 6,93         | 5,41         | 5,15         | 4,50         | 3,81         | 3,98         | 4,24         | 3,94         | 3,42         | 3,42         |
| Pozostałe aktywa obrotowe       | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Aktywa razem</b>             | <b>55,56</b> | <b>60,66</b> | <b>64,14</b> | <b>69,59</b> | <b>70,47</b> | <b>72,63</b> | <b>74,69</b> | <b>76,65</b> | <b>77,24</b> | <b>77,83</b> | <b>77,61</b> | <b>77,22</b> | <b>77,08</b> |
| <b>Kapitał (fundusz) własny</b> | <b>26,76</b> | <b>32,20</b> | <b>35,73</b> | <b>38,33</b> | <b>40,91</b> | <b>43,77</b> | <b>46,69</b> | <b>49,42</b> | <b>52,02</b> | <b>54,50</b> | <b>56,57</b> | <b>58,14</b> | <b>59,36</b> |
| Udziały mniejszości             | 2,52         | 3,01         | 0,01         | 0,07         | 0,13         | 0,18         | 0,24         | 0,30         | 0,36         | 0,43         | 0,49         | 0,56         | 0,62         |
| Zobowiązania i rezerwy na zob.  | 26,28        | 25,45        | 28,40        | 31,20        | 29,44        | 28,68        | 27,75        | 26,92        | 24,85        | 22,89        | 20,55        | 18,53        | 17,10        |
| Rezerwy na zobowiązania         | 2,30         | 2,67         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         | 3,52         |
| Zobowiązania długoterminowe     | 8,02         | 7,07         | 9,01         | 9,04         | 8,73         | 8,42         | 8,11         | 7,60         | 6,00         | 4,00         | 2,00         | 0,44         | 0,44         |
| - w tym dług oprocentowany      | 7,59         | 6,85         | 8,60         | 8,63         | 8,33         | 8,01         | 7,70         | 7,19         | 5,59         | 3,59         | 1,59         | 0,03         | 0,03         |
| Zobowiązania krótkoterminowe    | 15,81        | 15,71        | 15,65        | 18,40        | 16,95        | 16,51        | 15,90        | 15,57        | 15,10        | 15,14        | 14,80        | 14,34        | 12,91        |
| - w tym dług oprocentowany      | 0,99         | 0,32         | 1,19         | 4,51         | 4,11         | 3,71         | 3,31         | 2,91         | 2,51         | 2,11         | 1,71         | 1,19         | 0,00         |
| <b>Pasywa razem</b>             | <b>55,56</b> | <b>60,66</b> | <b>64,14</b> | <b>69,59</b> | <b>70,47</b> | <b>72,63</b> | <b>74,69</b> | <b>76,65</b> | <b>77,24</b> | <b>77,83</b> | <b>77,61</b> | <b>77,22</b> | <b>77,08</b> |

| <b>Rachunek zysków i strat [mld PLN]</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</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             | 79,55       | 95,36       | 109,71      | 112,04       | 106,67       | 106,80       | 106,47       | 107,69       | 113,70       | 117,73       | 119,87       | 121,53       | 121,88       |
| Zysk (strata) na sprzedaży               | 5,78        | 7,73        | 6,06        | 5,73         | 5,36         | 5,64         | 5,97         | 6,03         | 6,15         | 6,36         | 6,18         | 6,04         | 6,11         |
| EBITDA                                   | 9,64        | 11,08       | 9,78        | 9,26         | 9,03         | 9,41         | 9,76         | 9,85         | 9,98         | 11,02        | 10,87        | 10,75        | 10,83        |
| EBITDA LIFO                              | 9,56        | 10,28       | 8,92        | 9,58         | 9,34         | 9,65         | 9,89         | 9,81         | 9,85         | 10,92        | 10,81        | 10,75        | 10,83        |
| EBIT                                     | 7,53        | 8,66        | 7,10        | 5,82         | 5,36         | 5,64         | 5,97         | 6,03         | 6,15         | 6,36         | 6,18         | 6,04         | 6,11         |
| EBIT LIFO                                | 7,45        | 7,86        | 6,24        | 6,14         | 5,67         | 5,88         | 6,10         | 5,99         | 6,02         | 6,25         | 6,13         | 6,04         | 6,11         |
| Saldo działalności finansowej            | -0,65       | 0,06        | -0,11       | -0,77        | -0,26        | -0,20        | -0,20        | -0,22        | -0,23        | -0,17        | -0,12        | -0,07        | -0,03        |
| Zysk (strata) brutto                     | 6,89        | 8,72        | 7,00        | 5,05         | 5,09         | 5,43         | 5,78         | 5,81         | 5,92         | 6,18         | 6,06         | 5,97         | 6,08         |
| Zyski (straty) mniejszości               | 0,48        | 0,52        | 0,05        | 0,06         | 0,06         | 0,06         | 0,06         | 0,06         | 0,06         | 0,07         | 0,06         | 0,06         | 0,07         |
| <b>Zysk (strata) netto</b>               | <b>5,26</b> | <b>6,66</b> | <b>5,46</b> | <b>3,94</b>  | <b>4,07</b>  | <b>4,34</b>  | <b>4,62</b>  | <b>4,65</b>  | <b>4,74</b>  | <b>4,94</b>  | <b>4,85</b>  | <b>4,77</b>  | <b>4,86</b>  |

| <b>CF [mld PLN]</b>                    | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</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   | 9,33        | 8,05        | 4,98        | 9,41         | 8,47         | 8,87         | 8,73         | 8,69         | 8,55         | 9,78         | 9,56         | 9,51         | 9,59         |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -4,44       | -3,93       | -3,80       | -4,90        | -7,49        | -6,64        | -6,70        | -6,29        | -4,03        | -4,49        | -4,57        | -4,69        | -4,75        |
| Przepływy z działalności finansowej    | -2,21       | -2,83       | -3,24       | -1,77        | -2,50        | -2,49        | -2,68        | -3,08        | -4,36        | -5,02        | -5,29        | -5,22        | -5,36        |
| Przepływy pieniężne netto              | 2,69        | 1,29        | -2,06       | 2,74         | -1,52        | -0,26        | -0,65        | -0,69        | 0,16         | 0,27         | -0,30        | -0,40        | -0,52        |
| Środki pieniężne na początek okresu    | 2,35        | 5,07        | 6,24        | 4,19         | 6,93         | 5,41         | 5,15         | 4,50         | 3,81         | 3,98         | 4,24         | 3,94         | 3,54         |
| Środki pieniężne na koniec okresu      | 5,07        | 6,24        | 4,19        | 6,93         | 5,41         | 5,15         | 4,50         | 3,81         | 3,98         | 4,24         | 3,94         | 3,54         | 3,02         |

**Wybrane dane finansowe [mld PLN] i wskaźniki rynkowe**

| Dane finansowe                | 2018        | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
|-------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r          | 15,0%       | 2,1%         | -4,8%        | 0,1%         | -0,3%        | 1,1%         | 5,6%         | 3,6%         | 1,8%         | 1,4%         | 0,3%         |
| EBITDA zmiana r/r             | -11,8%      | -5,3%        | -2,5%        | 4,2%         | 3,8%         | 0,9%         | 1,3%         | 10,5%        | -1,4%        | -1,1%        | 0,8%         |
| EBIT zmiana r/r               | -18,0%      | -18,1%       | -8,0%        | 5,3%         | 6,0%         | 1,0%         | 1,9%         | 3,4%         | -2,7%        | -2,3%        | 1,1%         |
| Zysk netto zmiana r/r         | -17,9%      | -27,9%       | 3,4%         | 6,7%         | 6,4%         | 0,6%         | 1,9%         | 4,3%         | -1,9%        | -1,6%        | 1,8%         |
| Marża EBITDA                  | 8,9%        | 8,3%         | 8,5%         | 8,8%         | 9,2%         | 9,1%         | 8,8%         | 9,4%         | 9,1%         | 8,8%         | 8,9%         |
| Marża EBITDA LIFO             | 8,1%        | 8,6%         | 8,8%         | 9,0%         | 9,3%         | 9,1%         | 8,7%         | 9,3%         | 9,0%         | 8,8%         | 8,9%         |
| Marża EBIT                    | 6,5%        | 5,2%         | 5,0%         | 5,3%         | 5,6%         | 5,6%         | 5,4%         | 5,4%         | 5,2%         | 5,0%         | 5,0%         |
| Marża EBIT LIFO               | 5,7%        | 5,5%         | 5,3%         | 5,5%         | 5,7%         | 5,6%         | 5,3%         | 5,3%         | 5,1%         | 5,0%         | 5,0%         |
| Marża brutto                  | 6,4%        | 4,5%         | 4,8%         | 5,1%         | 5,4%         | 5,4%         | 5,2%         | 5,3%         | 5,1%         | 4,9%         | 5,0%         |
| Marża netto                   | 5,0%        | 3,5%         | 3,8%         | 4,1%         | 4,3%         | 4,3%         | 4,2%         | 4,2%         | 4,0%         | 3,9%         | 4,0%         |
| ROE                           | 15,3%       | 10,3%        | 10,0%        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| ROA                           | 8,5%        | 5,7%         | 5,8%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Dług                          | 9,8         | 13,1         | 12,4         | 11,7         | 11,0         | 10,1         | 8,1          | 5,7          | 3,3          | 1,2          | 0,0          |
| D / (D+E)                     | 15,3%       | 18,9%        | 17,6%        | 16,1%        | 14,7%        | 13,2%        | 10,5%        | 7,3%         | 4,3%         | 1,6%         | 0,0%         |
| D / E                         | 18,0%       | 23,3%        | 21,4%        | 19,2%        | 17,3%        | 15,2%        | 11,7%        | 7,9%         | 4,4%         | 1,6%         | 0,0%         |
| Odsetki / EBIT                | -1,5%       | -13,2%       | -4,9%        | -3,6%        | -3,3%        | -3,7%        | -3,7%        | -2,7%        | -1,9%        | -1,1%        | -0,5%        |
| Dług / kapitał własny         | 27,4%       | 34,3%        | 30,4%        | 26,8%        | 23,6%        | 20,4%        | 15,6%        | 10,5%        | 5,8%         | 2,1%         | 0,1%         |
| Dług netto                    | 5,6         | 6,2          | 7,0          | 6,6          | 6,5          | 6,3          | 4,1          | 1,5          | -0,6         | -2,2         | -3,4         |
| Dług netto / kapitał własny   | 15,7%       | 16,2%        | 17,2%        | 15,0%        | 13,9%        | 12,7%        | 7,9%         | 2,7%         | -1,1%        | -3,8%        | -5,7%        |
| Dług netto / EBITDA           | 0,6         | 0,7          | 0,8          | 0,7          | 0,7          | 0,6          | 0,4          | 0,1          | -0,1         | -0,2         | -0,3         |
| Dług netto / EBIT             | 0,8         | 1,1          | 1,3          | 1,2          | 1,1          | 1,0          | 0,7          | 0,2          | -0,1         | -0,4         | -0,6         |
| EV                            | 44,5        | 45,1         | 45,9         | 45,5         | 45,4         | 45,2         | 43,0         | 40,4         | 38,3         | 36,7         | 35,5         |
| Dług / EV                     | 22,0%       | 29,1%        | 27,1%        | 25,8%        | 24,2%        | 22,3%        | 18,8%        | 14,1%        | 8,6%         | 3,3%         | 0,1%         |
| CAPEX / Przychody             | 4,1%        | 4,4%         | 7,1%         | 6,3%         | 6,3%         | 5,9%         | 3,6%         | 3,8%         | 3,8%         | 3,9%         | 3,9%         |
| CAPEX / Amortyzacja           | 166,6%      | 143,5%       | 205,2%       | 177,2%       | 177,7%       | 165,9%       | 106,0%       | 96,9%        | 98,2%        | 100,3%       | 101,1%       |
| Amortyzacja / Przychody       | 2,4%        | 3,1%         | 3,4%         | 3,5%         | 3,6%         | 3,5%         | 3,4%         | 4,0%         | 3,9%         | 3,9%         | 3,9%         |
| Zmiana KO / Przychody         | 2,6%        | -1,5%        | -0,4%        | -0,4%        | 0,0%         | 0,1%         | 0,3%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,0%         |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 19,5%       | -73,6%       | 8,7%         | -333,6%      | 7,7%         | 5,7%         | 5,4%         | 1,6%         | 6,6%         | 4,4%         | 14,4%        |
| <b>Wskaźniki rynkowe</b>      | <b>2018</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> |
| MC/S*                         | 0,4         | 0,3          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          |
| P/E*                          | 7,1         | 9,9          | 9,6          | 9,0          | 8,4          | 8,4          | 8,2          | 7,9          | 8,0          | 8,2          | 8,0          |
| P/BV*                         | 1,1         | 1,0          | 1,0          | 0,9          | 0,8          | 0,8          | 0,7          | 0,7          | 0,7          | 0,7          | 0,7          |
| P/CE*                         | 4,8         | 5,3          | 5,0          | 4,8          | 4,6          | 4,6          | 4,5          | 4,0          | 4,1          | 4,1          | 4,1          |
| EV/EBITDA*                    | 4,6         | 4,9          | 5,1          | 4,8          | 4,7          | 4,6          | 4,3          | 3,7          | 3,5          | 3,4          | 3,3          |
| EV/EBIT*                      | 6,3         | 7,8          | 8,6          | 8,1          | 7,6          | 7,5          | 7,0          | 6,4          | 6,2          | 6,1          | 5,8          |
| EV/S*                         | 0,4         | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          |
| BVPS                          | 83,5        | 89,6         | 95,6         | 102,3        | 109,2        | 115,6        | 121,6        | 127,4        | 132,3        | 135,9        | 138,8        |
| EPS                           | 12,8        | 9,2          | 9,5          | 10,2         | 10,8         | 10,9         | 11,1         | 11,6         | 11,3         | 11,2         | 11,4         |
| CEPS                          | 19,0        | 17,3         | 18,1         | 19,0         | 19,7         | 19,8         | 20,0         | 22,5         | 22,3         | 22,2         | 22,4         |
| DPS                           | 3,00        | 3,50         | 3,50         | 3,50         | 4,00         | 4,50         | 5,00         | 5,75         | 6,50         | 7,50         | 8,50         |
| Payout ratio**                | 19,3%       | 27,4%        | 38,0%        | 36,8%        | 39,4%        | 41,6%        | 46,0%        | 51,9%        | 56,3%        | 66,2%        | 76,2%        |

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 91,0 PLN, \*\* do skonsolidowanego zysku netto

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Krzysztof Pado**

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

**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, media

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
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 spółki:**

| zalecenie | cena docelowa                  | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa       | dzień publikacji | godzina publikacji | kurs  | WIG    |
|-----------|--------------------------------|-------------------------|--------------------------------|------------------|--------------------|-------|--------|
| Akumuluj  | 96,6                           | Akumuluj                | 98,0<br>(w tym DPS = 3,5 PLN)  | 02.09.2019       | 09:25 CEST         | 91,0  | 56 949 |
| Akumuluj  | 98,0<br>(w tym DPS = 3,5 PLN)  | Akumuluj                | 94,9                           | 10.07.2019       | 08:20 CEST         | 93,3  | 60 200 |
| Akumuluj  | 94,9                           | Redukuj                 | 103,0                          | 17.06.2019       | 08:30 CEST         | 89,2  | 59 092 |
| Redukuj   | 103,0                          | Redukuj                 | 103,0<br>(w tym DPS = 3,0 PLN) | 20.10.2017       | 08:40 CEST         | 120,8 | 63 745 |
| Redukuj   | 103,0<br>(w tym DPS = 3,0 PLN) | Akumuluj                | 78,0                           | 19.06.2017       | 10:43 CEST         | 115,0 | 60 968 |
| Akumuluj  | 78,0                           | Akumuluj                | 72,3<br>(w tym DPS = 2,0 PLN)  | 24.10.2016       | 16:00 CEST         | 70,5  | 48 473 |
| Akumuluj  | 72,3<br>(w tym DPS = 2,0 PLN)  | Trzymaj                 | 73,0                           | 06.05.2016       |                    | 65,5  | 46 240 |
| Trzymaj   | 73,0                           | Kupuj                   | 69,1                           | 13.04.2016       |                    | 71,9  | 47 888 |
| Kupuj     | 69,1                           | Akumuluj                | 80,0                           | 15.02.2016       |                    | 57,0  | 44 469 |
| Akumuluj  | 80,0                           | Trzymaj                 | 70,0                           | 10.07.2015       |                    | 72,5  | 52 173 |
| Trzymaj   | 70,0                           | Akumuluj                | 40,8                           | 21.05.2015       |                    | 73,0  | 56 900 |
| Akumuluj  | 40,8                           | Trzymaj                 | 39,8                           | 05.08.2014       |                    | 37,0  | 51 090 |
| Trzymaj   | 39,8                           | Trzymaj                 | 41,1                           | 31.03.2014       |                    | 42,1  | 51 832 |
| Trzymaj   | 41,1                           | Redukuj                 | 45,2                           | 13.09.2013       |                    | 43,1  | 49 349 |
| Redukuj   | 45,2                           | -                       | -                              | 4.02.2013        |                    | 50,7  | 47 076 |

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

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

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

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'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  | 2      | 20% | 0   | 0% |
| Akumuluj   | 5      | 50% | 0   | 0% |
| Trzymaj  | 1      | 10% | 0   | 0% |
| Redukuj  | 2      | 20% | 0   | 0% |
| Sprzedaj   | 0      | 0%  | 0   | 0% |

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika 1 do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynosząc 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 portfelową 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 02.09.2019 roku (09:25 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.09.2019 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 02.09.2019 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 art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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 rozwiązaniu 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.