

## Problemy będą rozwiązane

**Kupuj utrzymane, Cena docelowa w dół do 7,5zł.**

Utrzymujemy rekomendację Kupuj, pomimo że obniżamy cenę docelową do 7,5 zł. z 8,9 zł. Wyniki 2Q19 były poniżej naszych oczekiwań z powodu inwestycji w ceny oraz wysokich kosztów logistyki. Pomimo że wierzymy, że problemy są przejściowe, obniżamy prognozę zysku netto o 9% do 64 mln zł. w 2019P i o 5% do 79 mln zł. w 2020P. Historia inwestycyjna w średnim terminie się nie zmienia. Auto Partner powinien zwiększać udział rynkowy dzięki swojej ciągle małej skali, efektywnej logistyce i korzystnym warunków gospodarczym. Przewidujemy, że Auto Partner podtrzyma dwucyfrowe tempo wzrostu z średniorocznym tempem wzrostu przychodów oraz zysku na akcję na poziomie 24% i 15%. Uważamy, że C/Z I EV/EBITDA na poziomie 8,8x i 7,4x są atrakcyjne, bo oferują 26% i 17% dyskonta do średnich historycznych 11,9x i 9,0x.

**Analiza 2Q19.** Wyniki były słabe i poniżej naszych oczekiwań z powodu słabszej od oczekiwań marży brutto i wyższych kosztów operacyjnych. Słabsza marża brutto była wynikiem wyższego udziału promocyjnej sprzedaży w maju/czerwcu. Wyniki były również dotknięte presją na płace, wyższymi kosztami logistyki z powodu nowo otwartych filii oraz wyższych stawek. Podsumowując, EBITDA i zysk netto wyniosły 13,3 mln zł. (-20%, SANe 21 mln zł.) i 21,5 mln zł. (-10%, SANe 30,2 mln zł.).

**Zmiana prognoz.** Obniżamy prognozy na 2019/21P głównie z powodu wyższych od oczekiwań kosztów logistyki i kosztów zarządu, które odzwierciedlają presję na płace. Uważamy również, że Auto Partner prawdopodobnie przełoży otwarcie lokalnego magazynu w Zachodniej Polsce na 2021P, jako, że inaczej może obciążyć marżę i okresie dojrzwania. Z drugiej strony, podnosimy prognozę sprzedaży żeby odzwierciedlić większy wpływ na wzrost sprzedaży z nowo otwartych filii. Podsumowując, podnosimy prognozę sprzedaży w 2019/21P, o 3%/5%/7%, ale obniżamy prognozę EBITDA i zysku netto o odpowiednio 9%/5%/12% i 12%/7%/15%. Poza tym, nie zakładamy rekordowych marż z 2018 roku w żadnym okresie naszej prognozy. Spółka chciałaby osiągnąć takie marże już za rok.

**Wycena i ryzyka.** Model DCF implikuje cenę 9,2 zł. za akcję, zaś wycena porównawcza 5,8 zł. za akcję. Zakładając 50% wagę do DCF i wyceny porównawczej, ustalamy cenę docelową na poziomie 7,5 zł. za akcję (w dół z 8,9 zł.), co implikuje 73% potencjał wzrostu. Ryzyka to: wyższa od oczekiwań presja na płace oraz wyższy od oczekiwań rozwój logistyki (wysokie koszty początkowe).

#### Podsumowanie finansowe \*

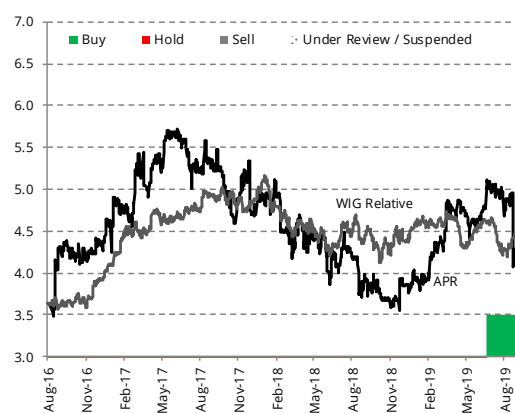
PLN mln	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	705	915	1 155	1 470	1 802	2 220
EBITDA	49	62	90	99	118	133
EBIT	44	55	81	90	108	122
Zysk netto	34	35	59	64	79	90
C/Z (x)	14,1	18,8	9,1	8,8	7,2	6,3
EV/EBITDA(x)	11,8	12,9	7,6	7,4	6,1	5,1
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	0,6%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, \* prognoza nie zawiera wpływu MSR16

#### Rekomendacja

**Kupuj**

Cena (PLN, 19 wrzesień 2019)	4,33
Cena docelowa (PLN, 12M)	7,5
Kapitalizacja (PLN mln)	566
Free float (%)	50,0
Liczba akcji (mln)	131



Siła relatywna vs. WIG index.

#### Główni akcjonariusze

**% głosów**

K. Górecka	27,1%
A. Górecki	23,1%
PZU OFE	9,1%
NN OFE	9,0%
Aegon OFE	5,6%
Santander TFI	5,2%

Source: GPW

#### Opis spółki

Auto Partner jest 3 największym dystrybutorem części samochodowych w Polsce.

#### Analitik

**Tomasz Sokolowski, Analityk Akcji**

+48 22 586 82 36 tomasz.sokolowski@santander.pl

## Analiza wyników 2kw. 19

- 2Q19 Wyniki były słabe i poniżej naszych oczekiwań z powodu słabszej od oczekiwań marży brutto i wyższych kosztów operacyjnych.
- Spółka wyjaśniła, że słabsza od oczekiwań marża brutto (24,5% vs. SANE 25,8%) była wynikiem wyższego udziału promocyjnej sprzedaży w maju/czerwcu. W wywiadzie po wynikach spółka nazywała tę sytuację przejściową.
- Wyniki były również dotknięte wyższymi kosztami operacyjnymi, które wyniosły 75 mln zł. (19,1% udziału w sprzedaży; +0.9pp r/r). Firma wskazała (1) presją na płace, (2) wyższe koszty logistyki z powodu nowo otwartych filii (5 nowych punktów YTD), nowo otwartej powierzchni magazynowej otwartej w 1Q19; 3 filii przejętych od franczyzobiorców, wyższych stawek i nowych rynków eksportowych. Poza tym firma odpisała 600 tys. należności.
- Przepływy operacyjne wyniosły 16 mln zł, co z niskimi przepływami inwestycyjnymi na poziomie 2 mln zł dało w wyniku FCF na poziomie 13 mln zł.
- Dług netto (bez wpływu MSR16) wyniósł 148 mln zł lub 1,6x 12M EBITDA. Dług netto raportowany wyniósł 211 mln zł. lub 2,2x 12M EBITDA.

Rys. 1. Auto Partner: Analiza wyników 2kw. 19

PLNm	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	y/y	q/q	SAN
Sprzedaż	235,7	240,4	253,9	303,4	303,7	293,9	326,7	392,9	29%	20%	235,7
EBITDA	17,3	11,0	21,1	23,9	23,8	20,9	24,0	21,5	-10%	-10%	17,3
EBITDA marża	7,3%	4,6%	8,3%	7,9%	7,8%	7,1%	7,3%	5,5%	(239)	(186)	7,3%
EBIT	15,5	9,1	19,0	21,7	21,6	18,6	21,6	19,3	-11%	-11%	15,5
EBIT marża	6,6%	3,8%	7,5%	7,2%	7,1%	6,3%	6,6%	4,9%	(226)	(171)	6,6%
Zysk netto	10,5	4,5	12,9	16,7	15,9	13,2	15,4	13,3	-20%	-14%	10,5
Marża netto	4,4%	1,9%	5,1%	5,5%	5,2%	4,5%	4,7%	3,4%	(210)	(134)	4,4%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 2. Auto Partner: Analiza wyników 2kw. 19 - MSR 16

PLNm	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	y/y	q/q
Sales	235.7	240.4	253.9	303.4	303.7	293.9	326.7	392.9	29%	20%
EBITDA	17.3	11.0	21.1	23.9	23.8	20.9	25.6	23.9	0%	-7%
EBITDA marża	7.3%	4.6%	8.3%	7.9%	7.8%	7.1%	7.8%	6.1%	(178)	(176)
EBIT	15.5	9.1	19.0	21.7	21.6	18.6	21.4	19.2	-12%	-10%
EBIT marża	6.6%	3.8%	7.5%	7.2%	7.1%	6.3%	6.6%	4.9%	(228)	(168)
Net profit	10.5	4.5	12.9	16.7	15.9	13.2	15.5	13.5	-19%	-13%
Marża netto	4.4%	1.9%	5.1%	5.5%	5.2%	4.5%	4.7%	3.4%	(207)	(131)

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

## Wycena

**Rys. 3. Auto Partner: Podsumowanie wyceny**

PLN na akcję	Nowa	Stara	Zmiana
Wycena DCF	9,2	10,9	-15,8%
Wycena porównawcza (oparta na 2019-2021P)*	5,8	6,9	-15,7%
<b>Cena docelowa **</b>	<b>7,5</b>	<b>8,9</b>	<b>-15,7%</b>

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \* średnia cena wyliczona na podstawie wyceny porównawczej (PLN5.3/akcję) i średnio cyklicznej (PLN6.4), \*\* 50% DCF, 50% wyceny porównawczej

## DCF

**Rys. 4. Auto Partner: WACC**

Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Zdelewarowana beta	1,0
Beta lewarowana	1,28
ERP	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9,4%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Premia za dług	1,0%
Stopa podatkowa	19,0%
<b>Koszt długu</b>	<b>3,2%</b>
% długu	26%
% kapitału własnego	74%
<b>WACC</b>	<b>7,8%</b>

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 5. Auto Partner: DCF**

PLN mln	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Sprzedaż</b>	<b>1 470</b>	<b>1 802</b>	<b>2 220</b>	<b>2 392</b>	<b>2 458</b>	<b>2 495</b>	<b>2 520</b>	<b>2 545</b>	<b>2 570</b>	<b>2 596</b>
EBIT	90	108	122	128	127	126	123	121	120	120
Podatek	19	23	26	27	27	26	26	25	25	25
<b>NOPAT</b>	<b>71</b>	<b>85</b>	<b>96</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>99</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>
Amortyzacja	9	10	12	13	15	16	18	19	19	19
Zmiany w kapitale obrotowym	64	61	50	46	18	8	5	5	5	5
Nakłady kapitałowe	13	15	19	20	20	20	20	20	20	21
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>3</b>	<b>20</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>78</b>	<b>87</b>	<b>90</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>88</b>
WACC*	7,8%									
PV FCF 2019-2028P	384									
Wzrost terminalny	2,5%									
TV	1,735									
PV TV	817									
<b>Całkowita wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>1,202</b>									
Dług netto	164									
<b>Obecna wartość KW</b>	<b>1,038</b>									
Liczba akcji (mln)	131									
Miesięczna	9									
<b>Bieżąca wartość (PLN)</b>	<b>1,098</b>									
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	8,4									
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>9,2</b>									
Wzrost przychodów	27,3%	22,5%	23,2%	7,7%	2,8%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Wzrost FCF	-69,4%	493,8%	95,5%	22,9%	61,4%	12,1%	3,2%	-1,0%	0,3%	-1,1%
Marża NOPAT	4,8%	4,7%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%
Capex/Przychody	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 6. Auto Partner: Wycena porównawcza**

Nazwa	Cena	Kap. (USD)	C/Z			EV/EBITDA			DY 2019P
			2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	
ADVANCE AUTO	156,1	11 309	19,7	17,2	14,8	11,0	10,0	9,5	0,2%
GENUINE PARTS	98,0	14 300	17,2	16,3	15,7	11,5	10,3	0,0	3,1%
UNI-SELECT	11,9	380	17,4	12,6	14,5	6,9	6,0	7,2	3,0%
LKQ CORP	32,2	10 189	13,9	12,6	11,6	11,9	10,7	9,7	0,0%
<b>Średnia - U.S.</b>			<b>17,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,1</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>6,6</b>	<b>1,6%</b>
MEKONOMEN	76,8	448	7,1	6,5	6,1	2,9	2,8	2,7	4,2%
LOOKERS	0,5	263	6,9	6,5	6,1	3,9	3,6	3,5	7,4%
<b>Średnia - Eur.</b>			<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8%</b>
<b>Średnia *</b>			<b>12,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>4,8</b>	<b>3,7%</b>
Inter Cars	209	744	12,2	11,2	10,1	9,8	9,1	8,3	0,3%
<b>Auto Partner</b>	<b>4,3</b>	<b>142</b>	<b>8,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>	<b>0,3%</b>
prem./dysk.			-26,6%	-31,8%	-37,8%	7,8%	-1,9%	6,1%	-90,7%
Implik. cena			5,9	6,3	7,0	3,9	4,4	4,0	
<b>Średnia cena</b>			<b>5,3</b>						

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, \* 50% Europa, 50% U.S.

**Rys. 7. Auto Partner: wycenia w oparciu o średnio cykliczne mnożniki**

	C/Z(x)		EV/EBITDA(x)	
	2019P	2020P	2019P	2020P
Zysk netto & EBITDA (PLNm)	64	79	99	118
Docelowy mnożnik (x)*	11,9	11,9	9,0	9,0
Cena na akcję (PLN)	5,9	7,1	5,5	6,9
<b>Średnia implikowana cena (PLN)</b>	<b>6,4</b>			

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \* historyczna średnia wskaźników 1Y P/E forward i 1Y EV/EBITDA forward

## Prognoza finansowa

Rys. 8. Auto Partner: Rachunek zysków i strat – MSR17\*

PLNmn	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Sprzedaż</b>	<b>705</b>	<b>915</b>	<b>1,155</b>	<b>1,470</b>	<b>1,802</b>	<b>2,220</b>
Koszty	524	673	848	1,085	1,324	1,632
<b>Zysk brutto</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	<b>307</b>	<b>385</b>	<b>477</b>	<b>588</b>
<b>Koszty operacyjne, w tym</b>	<b>136</b>	<b>185</b>	<b>224</b>	<b>294</b>	<b>370</b>	<b>467</b>
k. sprzedaży	86	113	133	168	205	253
k. logistyki	35	51	64	94	127	169
k. zarządu	10	14	18	23	27	33
amortyzacja	5	7	9	9	10	12
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>108</b>	<b>122</b>
Pozostałe przychody oper.	0	0	0	-	-	-
Pozostałe koszty oper.	1	1	0	-	-	-
Pozostałe zyski/straty	(1)	(1)	(2)	(1)	-	-
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>81</b>	<b>90</b>	<b>108</b>	<b>122</b>
<b>EBITDA</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>90</b>	<b>99</b>	<b>118</b>	<b>133</b>
k. finansowe (zysk)	1	11	7	8	8	8
<b>Wynik brutto</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>99</b>	<b>114</b>
Podatek	9	9	16	17	21	24
<b>Wynik netto</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>79</b>	<b>90</b>
marża brutto	25.7%	26.4%	26.6%	26.2%	26.5%	26.5%
marża EBITDA	6.9%	6.8%	7.8%	6.7%	6.5%	6.0%
marża netto	4.9%	3.8%	5.1%	4.4%	4.4%	4.0%
wzrost sprzedaży	36.0%	29.7%	26.2%	27.3%	22.5%	23.2%
wzrost wyniku brutto	39.2%	33.3%	27.0%	25.5%	23.9%	23.2%
wzrost EBITDA	62.7%	26.5%	44.6%	10.5%	19.0%	13.1%
wzrost zysku netto	111.1%	1.1%	68.1%	9.7%	22.0%	14.5%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, \* prognoza nie zawiera wpływu MSR16

Rys. 9. Auto Partner: Rachunek zysków i strat – MSR16

PLNmn	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	705	915	1,155	1,470	1,802	2,220
EBITDA	49	62	90	107	126	142
EBIT	44	55	81	90	108	122
Net profit	34	35	59	65	79	90
Dług netto	108	164	164	216	202	168
Dług netto/EBITDA	2.2	2.6	1.8	2.0	1.6	1.2

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 10. Auto Partner: Bilans – MSR17\***

PLNm	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>301</b>	<b>447</b>	<b>544</b>	<b>624</b>	<b>724</b>	<b>840</b>
gotówka	11	17	22	19	33	67
należności	41	63	82	104	128	157
zapasy	249	363	435	495	558	610
pozostałe	0	4	5	5	5	5
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>42</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>82</b>
nieruchomości	35	52	60	63	66	73
wart. niematerialne	5	5	6	7	7	8
Inne	2	2	2	2	2	2
<b>Aktywa</b>	<b>342</b>	<b>506</b>	<b>611</b>	<b>695</b>	<b>799</b>	<b>922</b>
<b>Zobow. krótkoterminowe</b>	<b>102</b>	<b>207</b>	<b>183</b>	<b>205</b>	<b>234</b>	<b>270</b>
dług	37	131	69	69	69	69
zobowiązania	59	62	98	125	153	188
leasing fin.	4	7	8	8	8	8
pozostałe	2	7	9	4	5	6
<b>Zobow. długoterminowe</b>	<b>80</b>	<b>44</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>
Dług	68	27	90	90	90	90
leasing fin.	11	16	19	19	19	19
pozostałe	1	2	3	3	3	3
<b>Kapitał własny</b>	<b>161</b>	<b>255</b>	<b>315</b>	<b>377</b>	<b>452</b>	<b>539</b>
Kapitał akcyjny	12	13	13	13	13	13
Kapitał rezerwowy	115	207	244	300	361	436
Zysk netto	34	35	59	64	79	90
<b>Pasywa</b>	<b>342</b>	<b>506</b>	<b>611</b>	<b>695</b>	<b>799</b>	<b>922</b>
ROCE skoryg. goodwill	22.4%	20.5%	22.3%	19.5%	20.4%	20.0%
Dług netto	108	164	164	167	153	119
Dług netto/EBITDA	2.2	2.6	1.8	1.7	1.3	0.9

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, \* prognoza nie zawiera wpływu MSR16

**Rys. 11. Auto Partner: rachunek przepływów pieniężnych – MSR17\***

PLNm	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-45</b>	<b>-79</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>32</b>	<b>56</b>
Zysk netto	34	35	59	64	79	90
Amortyzacja	5	7	9	9	10	12
<b>Zmiany w kapitale obrotowym:</b>	<b>-86</b>	<b>-133</b>	<b>-54</b>	<b>-56</b>	<b>-58</b>	<b>-47</b>
Zapasy	-89	-118	-73	-60	-63	-53
Należności	-14	-23	-19	-22	-23	-30
Zobowiązania	16	8	38	27	28	35
pozostałe, netto	2	12	9	-5	1	1
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1</b>	<b>-16</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>
Inwestycje w aktywa trwałe i niematerialne	-5	-13	-5	-13	-15	-19
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe, netto	4	-3	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>45</b>	<b>101</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
Zmiana w długoterminowych pożyczkach	5	51	2	0	0	0
Zmiana w krótkoterminowych pożyczkach	0	0	0	0	0	0
Zmiana w kapitale własnym	49	58	1	0	0	0
Dywidendy	0	0	0	-3	-3	-4
Inne, netto	-9	-9	-16	0	0	0
<b>Zmiana gotówki, netto</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>14</b>	<b>34</b>

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, \* prognoza nie zawiera wpływu MSR16

# Santander Bank Polska

17 Jana Pawła II  
00-854 Warszawa  
fax. (+48) 22 586 81 09

## Equity Research Department

Kamil Stolarski, Head of Equity Research <i>Strategy, Banks, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst</i> <i>Telecommunications, Metals &amp; Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Adviser</i> <i>Equity Analyst, Games, Industrials, Health Care</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	grzegorz.balcerski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst</i> <i>CEE, Oil&amp;Gas</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst</i> <i>Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst</i> <i>Pharma, Retail</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst</i> <i>Industrials, Oil&amp;Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl

## Sales & Trading Department

<b>Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities</b>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, Head of Sales <i>Securities Broker, Investment Advisor</i>	tel. (+48) 22 586 80 82	mateusz.choromanski@santander.pl
Robert Chudala	tel. (+48) 22 586 85 14	robert.chudala@santander.pl
Alex Kamiński	tel. (+48) 22 586 80 63	alex.kaminski@santander.pl
Błażej Leśków, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 83	blazej.leskow@santander.pl
Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 15	michal.stepkowski@santander.pl
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 87	marek.wardzynski@santander.pl

## ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000-56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – tj. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2018 r. poz. 512 – tj. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417 – tj. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Zaśaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należyłą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie [www.bm.santander.pl](http://www.bm.santander.pl) w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnastawnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnego. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

### Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV - wartość księgową

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

### Definicje rekomendacji:

**Kupuj** – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

**Trzymaj** - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

**Sprzedaj** - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.



Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnieni a znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystał co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

**Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)** bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

**Metoda porównawcza** opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

**Metoda mnożników średniocyklicznych** opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodara). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

**Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)** bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

**Metoda wartości rezydualnej** jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

**Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV)** jest oparty na formule wartości księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

**Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP)** jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

**Metoda wartości likwidacyjnej** – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <https://bm.santander.pl/global-statistics.html>.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: [https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz\\_tabel/wykaz\\_rekomendacji.pdf](https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf).

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie 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.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi. Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻENI.

## UJAWNIAENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **Auto Partner S.A.** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcje w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

Santander Biuro Maklerskie w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymało wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta oraz prowadzenie depozytu akcji Emitenta.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Emitenta, w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.