

## Program Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: PKP PW, Reuters: PKPP.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

4 lutego 2021, 10:53 CET

### Oczekiwana normalizacja marż

Michał Sopieli, *Analityk akcji*

+48 22 586 8233, [michal.sopiel@santander.pl](mailto:michal.sopiel@santander.pl)

### Prognoza wyników za IV kw. 2020 r

**Wyniki przewozowe.** Zakładamy, że praca przewozowa Grupy PKP Cargo może być porównywalna r/r w IV kw. 2020P, przy jednoczesnym spadku wolumenu przewozów o ok. 2% r/r dla tego samego okresu. W związku z oczekiwaną zmianą struktury miksu segmentowego, oczekujemy, że średnia pokonywana odległość nieznacznie wzrośnie r/r w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Statystyki wskazują jednak, że PKP Cargo mogło ciągle wypadać słabiej niż szeroki rynek w końcówce ubiegłego roku, choć zwracamy uwagę na wyraźną poprawę r/r wskaźników operacyjnych w grudniu 2020P (częściowo przypisujemy to efektowi niskiej bazy). Z perspektywy segmentów działalności spodziewamy się, że PKP Cargo odnotuje dalszy wzrost intermodalu przy lekkim odbiciu tradycyjnych grup towarowych.

#### PKP Cargo: prognoza wyników 4 kw. 20P

mIn zł	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20P	r/r	kw/kw	LTM
Przychody	1 164	1 191	1 165	1 036	929	1 010	1 078	-7,5%	6,7%	4 052
EBITDA	192	263	147	90	117	227	158	7,7%	-30,3%	592
EBITDA %	16,5%	22,1%	12,6%	8,7%	12,6%	22,5%	14,7%	2,1	-7,8	14,6%
EBIT	15	81	-39	-106	-76	37	-35	n.a.	n.a.	-180
EBIT %	1,3%	6,8%	-3,4%	-10,2%	-8,2%	3,6%	-3,2%	n.a.	n.a.	-4,4%
Zysk /strata netto	-5	51	-63	-114	-78	16	-42	n.a.	n.a.	-218
Zysk / strata netto %	-0,4%	4,3%	-5,4%	-11,0%	-8,3%	1,5%	-3,9%	n.a.	n.a.	-5,4%
Praca przewozowa (mld tkm)	6,6	6,7	6,5	5,8	5,3	6,0	6,5	-0,1%	7,9%	24
Przychody jednostkowe	0,176	0,179	0,180	0,178	0,174	0,169	0,167	-7,4%	-1,1%	0,172
Zmiana r/r	5,9%	6,6%	8,6%	1,7%	-1,0%	-5,6%	-7,4%	n.a.	n.a.	-3,2%
Nakłady inwestycyjne	302	250	230	181	189	164	140	-39,2%	-14,6%	674

Źródło: Dane spółki, UTK, Santander Biuro Maklerskie

**RZIS.** Podobnie jak w poprzednim kwartale, prognozowany wzrost kw./kw. pracy przewozowej powinien być w pewnym stopniu zniwelowany przez potencjalnie niższe r/r przychody jednostkowe (m.in. ze względu na konkurencję cenową i wzrost udziału kontraktów podpisanych przy mniej atrakcyjnych stawkach). Według naszych szacunków, przychody mogą wynieść 1,078 mld zł w IV kw. 2020P, co implikuje zmianę o prawie +7% w ujęciu kwartalnym lub -7.5% r/r. Pomimo relatywnie stabilnego wyniku kw./kw., marże operacyjne powinny ulec obniżeniu ze względu na brak wsparcia rządowego na walkę z kryzysem (ok. 81 mln zł rozpoznane w III kw. 2020). Oczekujemy, że Grupa będzie nadal koncentrować się na ostrożnym zarządzaniu wydatkami (częściowo w związku z napiętą sytuacją bilansową), ze szczególnym uwzględnieniem kosztów pracy (szacowanych na ok. 400 mln zł w IV kw. 2020P vs. 452 mln zł w analogicznym okresie roku ubiegłego). Uważamy, że wspomniane czynniki powinny stabilizować marże operacyjne w 2021P. W krótkim okresie nasze wyliczenia wskazują jednak na EBITDA / EBIT na poziomie odpowiednio 158 mln zł / -35 mln zł, co przekłada się na znaczący spadek w ujęciu kwartalnym. W efekcie, wynik netto może być ujemny i wynieść -42 mln zł. *Dodatkowo wskazujemy, że wyniki IV kwartału 2020P mogą być zaburzone przez zdarzenia jednorazowe związane m.in. z rezerwami na świadczenia po okresie zatrudnienia, testowaniem wartości aktywów. Naszym zdaniem*

*jednak efekt netto powyższych czynników może okazać się neutralny lub nawet lekko pozytywny (z uwagi na wzrost cen złomu w ostatnim czasie).*

**Nakłady inwestycyjne.** Kalibracja nakładów inwestycyjnych z EBITDA powinna być kontynuowana w IV kwartale 2020P, co może skutkować dalszym spadkiem nakładów inwestycyjnych kw./kw. do ok 140 mln zł vs. 178 mln zł średnio w I-III kw. 2020. W perspektywie całego roku, według naszych założeń, nakłady powinny przewyższać EBITDA o ok. 80 mln zł.

**Środki pieniężne.** W okresie październik-grudzień 2020P nie spodziewamy się większych pozytywnych zaskoczeń w rachunku przepływów pieniężnych. EBITDA i nakłady inwestycyjne mogą się bilansować, natomiast redukcja zatrudnienia może przełożyć się na krótkotermiowy odpływ gotówki. Uważamy, że wskaźnik dług netto / EBITDA na koniec 2020P (i ogólnie zadłużenie) powinien pozostać na wysokim poziomie. Biorąc pod uwagę informacje PKP Cargo (dotyczące progów kowenantów bankowych), oczekujemy renowacji umów finansowych w najbliższych miesiącach.

**Komentarz:** Środki z tytułu tarczy antykrzysowej dla PKP Cargo są już historią, co powinno przełożyć się na normalizację marż operacyjnych w IV kw. 2020P. Utylizacja taboru może nadal kształtować się poniżej optymalnego poziomu, mimo że końcówka 2020P przyniosła wychamowanie obserwowanych wcześniej negatywnych trendów rynkowych. Podtrzymujemy opinię, że zarówno w krótkim jak i długim okresie można dostrzec pewne pozytywne zmiany w Spółce. Po pierwsze, stopniowo odbija się wolumen przewozów, podczas gdy średnia odległość pozostaje stabilna. Po drugie, intensyfikacja redukcji zatrudnienia może przełożyć się na uelastycznienie bazy kosztowej w dłuższym okresie. Niestety, perspektywy trwałej poprawy struktury wolnych przepływów pieniężnych są nadal niepewne. Krótkoterminowo jest to związane z negatywnym wpływem malejącej ścieżki przychodów jednostkowych (efekt wzmożonej presji cenowej).

#### PKP Cargo: wyniki finansowe

mln zł	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sales	4 554	4 411	4 739	5 237	4 866	4 141	4 371	4 458
EBITDA	705	490	702	907	860	597	694	779
EBIT	56	-132	155	278	143	-124	-15	83
Net income	30	-134	82	184	36	-147	-59	20
P/E (x)	32,9	n.a.	43,7	13,3	33,2	n.a.	n.a.	19,5
EV/EBITDA (x)	6,8	6,8	5,8	3,9	5,0	5,7	5,0	4,3
DY	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

# Santander Brokerage Poland

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

## Equity Research

Kamil Stolarski, CFA, <i>Head of Equity Research Strategy, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst Telecommunications, Metals &amp; Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&amp;Gas, Pharma &amp; Biotech, CEE Non-Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst Consumer, E-commerce, Gaming</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst Industrials, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl
Stanisław Czerwiński, <i>Equity Analyst Gaming</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	stanislaw.czerwinski@santander.pl

## Sales & Trading

<b>Kamil Kalemba, <i>Head of Institutional Equities</i></b>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales 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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000-56-73 kapitał zakładowy 1.021.893.140 zł, w całości wpłacony. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Piękna 20, 00-549 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 – t.j. 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 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417 – t.j. 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. Zaden 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. Odbiorca jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie oraz za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi.

Niniejszy dokument jest aktualny na moment jego 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 zobowiązane do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości. Projekcje, prognozy lub dane szacunkowe zawarte w dokumencie mają charakter hipotetyczny i mogą nie być osiągnięte ze względu na mnogość czynników ryzyka, w tym zmienność rynku zmienność sektora, działania korporacyjne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne. Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

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 ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek nieścisłości, niekompletności lub pominięcia w niniejszym dokumencie (w szczególności, jeśli informacje, na których opiera się ten dokument, okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały faktyczny stan faktyczny), jeśli powstały w wyniku okoliczności, za które Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności, w szczególności, gdy z należytą starannością nie można było ich przewidzieć w momencie sporządzania niniejszego dokumentu.

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 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.

### Wyjaśnienia terminologii fachowej:

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 księgowa

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

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

### 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, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Santander Biuro Maklerskie opiera się na przynajmniej 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 założenia, 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 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 oszacowanych 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.

#### UJAWNIENIA:

Ileokroć w dokumencie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć Spółkę/Spółki będące przedmiotem niniejszego dokumentu.

Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane mogą być bezpośrednio lub pośrednio powiązane z Emitentem i mogą posiadać akcje Emitenta instrumentów finansowych, będących przedmiotem niniejszego dokumentu, w łącznej liczbie stanowiącej, co najmniej 5% kapitału zakładowego Emitenta.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może posiadać pozycję długą lub pozycję krótką netto przekraczającą próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta.

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

Santander Bank Polska, 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 (długą lub krótką pozycję w papierach wartościowych Emitenta lub w opcjach, kontraktach terminowych lub innych instrumentach pochodnych opartych na nich). Informacje w tym zakresie dostępne są na żądanie.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu niniejszego dokumentu, jak również tych, które nie uczestniczyły w jego przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niego dostęp, mogą istnieć osoby, które posiadają długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub instrumentach finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, przekraczającą próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może być animatorem rynku lub animatorem emitenta w odniesieniu do instrumentów finansowych danego Emitenta.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska mógł być w okresie ostatnich 12 miesięcy gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych danego Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska mógł być stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska mógł być członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Bank Polska w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł otrzymać wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska mógł otrzymać wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta.

Nie jest wykluczone, że w okresie następujących 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszego dokumentu, 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.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Santander Biuro Maklerskie może być stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

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: <http://www.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/res/wykaz\\_tabel/wykaz\\_rekomendacji.pdf](https://www.inwestoronline.pl/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf)

Niniejszy dokument jest przekazany do państwa wiadomości 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.

SANTANDER BANK POLSKA INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW. SANTANDER BANK POLSKA 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 ZWIĄZANYCH ZNAJDUJE SIĘ NA STRONIE [www.bm.santander.pl](http://www.bm.santander.pl) W SEKCYJ ZASTRZEŻENIA I RYZYKO - INFORMACJE O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH I RYZYKU.