

## W oczekiwaniu na odbicie rynku

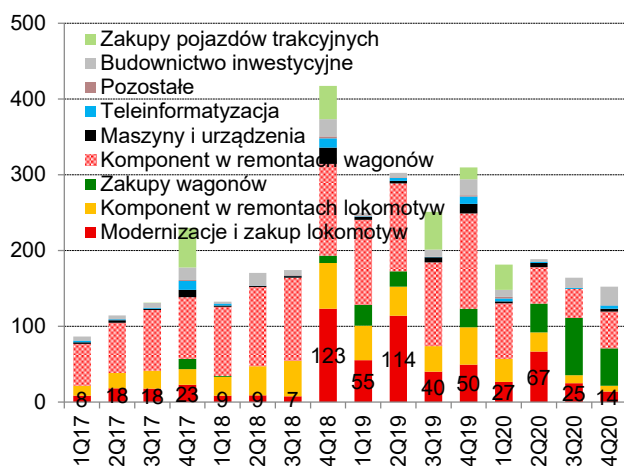
+48 22 586 8233, [michal.sopieli@santander.pl](mailto:michal.sopieli@santander.pl)

### Komentarz do wyników za IV kw. 2020r. / 2020r.

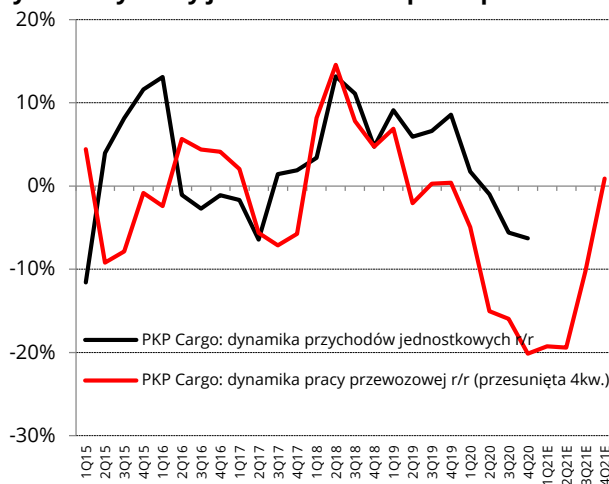
**Statystyki przewozowe.** PKP Cargo odnotowało stabilną r/r pracę przewozową w 4 kw. 20 (-12% r/r w 2020 roku). Analogiczne dane dotyczące wolumenu przewozów wyniosły odpowiednio -2,3%/-13,8%. Wyniki były zgodne z oczekiwaniami. Szacujemy, że średni pokonany dystans wzrósł o 3% r/r, co prawdopodobnie wynikało z wyższego udziału segmentu intermodalnego w koszyku przewozowym w ostatnim kwartale 2020 r. (18,4% wobec 15,9% w 2019r.). W odniesieniu do pozostałych głównych grup transportowych zwracamy uwagę na odbijające się wolumeny rud i metali, a także rosnący intermodal, przy negatywnej niespodziance w przypadku grupy paliw płynnych (ok. 60% spadek r/r).

**RZiS.** Raportowane kluczowe pozycje rachunku zysków i strat w 4Q20 były tożsame z danymi wstępnymi. Z punktu widzenia koszyka kosztowego nie było większych zaskoczeń. Wzrost wydatków kw/kw korespondował ze zmianą pracy przewozowej kw/kw. Wyróżnić można jednak dynamikę kosztów usług logistycznych, które wyraźnie wzrosły (+31% kw/kw), ale w przeszłości kategoria ta cechowała się większą zmiennością. Redukcja zatrudnienia powinna zacząć przynosić efekty od 2021r., o czym może świadczyć rozbieżność między zmianą r/r średniorocznej ważonej liczby etatów, a ich nominalnym spadkiem r/r w 2020r. (implikując nasilone odejścia w 2 poł. 2020r.). Szacujemy, że jednostkowe przychody spadły o ok. 6% r/r w 4kw. 2020 (-3% r/r), co naszym zdaniem ma szansę przełożyć się na dalszą presję na marże operacyjne w 2021 roku (szczególnie w I połowie 2021 roku).

Rys. 1. Nakłady inwestycyjne kwartalnie

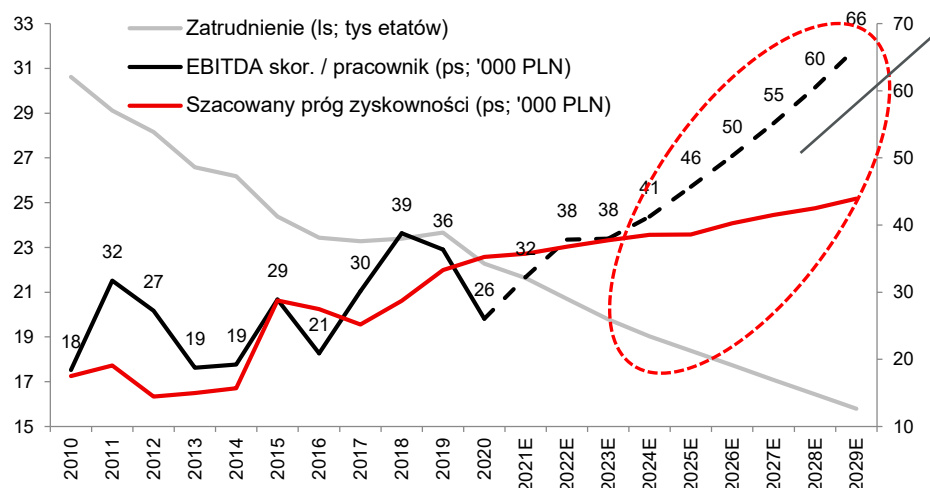


Rys. 2. Przychody jednostkowe vs. praca przewozowa\*



Źródło: Dane spółki, Santander Dom Maklerski Polska (dla obu wykresów), \*E' prognozowana wartość

**Rys. 3. PKP Cargo: efektywność pracy (ujęcie długoterminowe na bazie aktualnego modelu wyceny)\***



Oczekiwany potencjał do wzrostu efektywności i redukcji zadłużenia po 2023P r. zależy od celów długookresowych

Źródło: Dane spółki. Santander Dom Maklerski Polska, \*E' prognozowana wartość

**Nakłady inwestycyjne.** Wydatki inwestycyjne (skorygowane o MSSF16) wyniosły 152 mln zł (686 mln zł w 2020 r.) i były wyraźnie niższe r/r. Nakłady kapitałowe przekroczyły jednak poziom EBITDA za 2020 rok, przekładając się na kontynuację presji na bilans.

**Rachunek przepływów pieniężnych.** Wartość operacyjnych przepływów pieniężnych wyniosła 172 mln zł (553 mln zł w 2020 r.) wobec odpowiednio 243 mln zł (807 mln zł) w analogicznym okresie ubiegłego roku. Przepływy z działalności inwestycyjnej na poziomie 196 mln zł był w pewnym stopniu (24 mln zł) wsparte sprzedażą aktywów trwałych wycofanych z użytku. Szacujemy dług netto PKP Cargo na 2,3 mld zł (płasko kw/kw, ale znacznie powyżej ok. 2,1 zł na koniec 2019 r.). Implikowany wskaźnik zadłużenia netto / EBITDA za ostatnie dwanaście miesięcy wynosi 3,92x (wartość skorygowana o MSSF16 mogła jednak być niższa, ale nadal zauważalnie powyżej 3.0x). Zadłużenie oceniamy jako relatywnie wysokie, przy ograniczonym potencjale redukcji jego poziom w średnim okresie.

**Rys. 4. PKP Cargo: komentarz do wyników 4 kw. 20**

| PLNmn                      | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20   | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | y/y    | q/q    | LTM   |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Przychody                  | 1 261 | 1 164 | 1 191 | 1 165 | 1 036  | 929   | 1 010 | 1 101 | -5,5%  | 9,1%   | 4,076 |
| EBITDA                     | 259   | 192   | 263   | 147   | 90     | 117   | 227   | 147   | -0,1%  | -35,4% | 580   |
| EBITDA %                   | 20,5% | 16,5% | 22,1% | 12,6% | 8,7%   | 12,6% | 22,5% | 13,3% | 0,7    | -9,2   | 14,2% |
| EBIT                       | 87    | 15    | 81    | -39   | -106   | -76   | 37    | -41   | n.a.   | n.a.   | -186  |
| EBIT %                     | 6,9%  | 1,3%  | 6,8%  | -3,4% | -10,2% | -8,2% | 3,6%  | -3,7% | n.a.   | n.a.   | -4,6% |
| Zysk / strata netto        | 53    | -5    | 51    | -63   | -114   | -78   | 16    | -48   | n.a.   | n.a.   | -224  |
| Zysk / strata netto %      | 4,2%  | -0,4% | 4,3%  | -5,4% | -11,0% | -8,3% | 1,5%  | -4,4% | n.a.   | n.a.   | -5,5% |
| Praca przewozowa (mld tkm) | 7,2   | 6,6   | 6,7   | 6,5   | 5,8    | 5,3   | 6,0   | 6,5   | 0,9%   | 9,0%   | 24    |
| Przychody jednostkowe      | 0,175 | 0,176 | 0,179 | 0,180 | 0,178  | 0,174 | 0,169 | 0,169 | -6,3%  | 0,1%   | 0,172 |
| Zmiana r/r                 | 9,1%  | 5,9%  | 6,6%  | 8,6%  | 1,7%   | -1,0% | -5,6% | -6,3% | n.a.   | n.a.   | -2,9% |
| Nakłady inwestycyjne       | 250   | 302   | 250   | 230   | 181    | 189   | 164   | 152   | -33,9% | -7,1%  | 686   |

Źródło: Dane spółki. Santander Dom Maklerski Polska

Po publikacji wyników miała dodatkowo miejsce telekonferencja PKP Cargo dla inwestorów. Oto najważniejsze konkluzje:

- Zarząd jest zdeterminowany, aby kontynuować wysiłki w celu obniżenia kosztów operacyjnych i zwiększenia efektywności operacyjnej;

- Prezes PKP Cargo nie spodziewa się dalszych znaczących (zbliżonych do poziomu obserwowanego w 2020 roku) redukcji zatrudnienia; niemniej jednak popyt na usługi będzie decydującym czynnikiem;
- Spółka dąży do osiągnięcia dodatniego wyniku netto w 2021P; cel powinien zostać osiągnięty dzięki oczekiwanemu odbiciu rynku i utrzymaniu ścisłego zarządzania kosztami;
- Capex 2021P nie powinien przekroczyć całorocznej EBITDA;
- Presja cenowa, poza segmentem intermodalnym, utrzymuje się na rynku;
- W związku z trwającymi pracami nad ustawą o czasie pracy maszynistów, spółka oczekuje na ostateczne wytyczne ustawodawcy.

**Komentarz:** Zaraportowane wyniki oceniamy neutralnie. Wyniki operacyjne ukształtowały się na poziomie zgodnym z wcześniejszymi szacunkami / statystykami rynkowymi. Naszym zdaniem nie było większych zdarzeń jednorazowych, które zniekształcałyby postrzeganie wyników finansowych w 4 kw. 20. Doceniamy wysiłki Zarządu mające na celu redukcję / uelastycznienie kosztów operacyjnych. W szczególności komponent kosztów pracy powinien przynieść zauważalne oszczędności od 2021 roku. Uważamy, że podobne inicjatywy są nieuniknione ze względu na utrzymującą się presję konkurencyjną i stosunkowo wysokie zadłużenie.

Wybiegając w przyszłość, postrzegamy stosunek ryzyka / nagroda dla firmy jako mało atrakcyjny z punktu widzenia inwestycyjnego w krótkim okresie. Bazując na naszych oczekiwaniach, praca przewozowa może zbliżyć się do 26 mld tkm w 2021P (+14% r/r, ale nadal poniżej ok. 27 mld tkm odnotowanych w 2019r.) przy jednoczesnym spadku r/r o ok. 4% średnich przychodów jednostkowych (w ujęciu pracy przewozowej), -6,5% w stosunku do 2019 roku. W efekcie, prognozujemy w bieżącym roku wzrost EBITDA r/r, ale spodziewamy się, że miara ta ustabilizuje się blisko 700 mln zł. W efekcie PKP Cargo może zanotować stratę netto drugi rok z rzędu. Istnieją oczywiście pewne szanse na urzeczywistnienie się bardziej pozytywnego scenariusza w przypadku szybszej ścieżki odbicia krajowego rynku kolejowych przewozów towarowych (potencjalne osłabienie presji konkurencyjnej). Niemniej jednak spodziewamy się, że zauważalny wzrost marż operacyjnych nastąpi najwcześniej w 2022P r.

**Rys. 5. PKP Cargo: praca przewozowa w ujęciu kwartalnym**

|                                | 3Q19       | 4Q19       | 1Q20       | 2Q20       | 3Q20       | 4Q20       | y/y       | q/q       |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| Paliwa stałe                   | 2,4        | 2,5        | 2,4        | 1,7        | 2,1        | 2,4        | -4%       | 16%       |
| Paliwa stałe (węgiel kamienny) | 2,1        | 2,1        | 2,0        | 1,4        | 1,7        | 2,0        | -7%       | 16%       |
| Kruszywa i materiały budowlane | 1,3        | 1,2        | 0,9        | 1,1        | 1,3        | 1,2        | -2%       | -10%      |
| Metale i rudy                  | 0,7        | 0,4        | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 0,6        | 38%       | 34%       |
| Produkty chemiczne             | 0,5        | 0,5        | 0,5        | 0,4        | 0,5        | 0,6        | 19%       | 29%       |
| Paliwa płynne                  | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 0,1        | 0,1        | -62%      | -11%      |
| Drewno i płody rolne           | 0,2        | 0,3        | 0,3        | 0,2        | 0,2        | 0,3        | -10%      | 18%       |
| Przewozy intermodalne          | 1,1        | 1,0        | 0,9        | 1,0        | 1,2        | 1,2        | 17%       | 4%        |
| Pozostałe                      | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 0,1        | 0,2        | 0,2        | -9%       | -8%       |
| <b>Suma</b>                    | <b>6,7</b> | <b>6,5</b> | <b>5,8</b> | <b>5,3</b> | <b>6,0</b> | <b>6,5</b> | <b>1%</b> | <b>9%</b> |
| r/r                            | -16%       | -20%       | -19%       | -19%       | -10%       | 1%         | n.a.      | n.a.      |
| kw/kw                          | 1%         | -3%        | -10%       | -8%        | 12%        | 9%         | n.a.      | n.a.      |

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

### Rys. 6. PKP Cargo: główne statystyki operacyjne w ujęciu rocznym

|                   | 2018  | 2019  | 2020   | y/y    |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|
| Sales             | 5 183 | 4 782 | 4 076  | -14,8% |
| EBITDA            | 907,0 | 859,9 | 580,2  | -32,5% |
| EBITDA margin     | 17,5% | 18,0% | 14,2%  | -3,7   |
| EBIT              | 277,6 | 143,4 | -186,4 | n.a.   |
| EBIT margin       | 5,4%  | 3,0%  | -4,6%  | n.a.   |
| Net profit        | 183,9 | 36,0  | -224,3 | n.a.   |
| Net margin        | 3,5%  | 0,8%  | -5,5%  | n.a.   |
| Capex             | 894   | 1,032 | 686    | -33,5% |
| Net debt (EOP)    | 1 669 | 2 072 | 2 274  | 9,8%   |
| Carriage turnover | 31,4  | 26,9  | 23,6   | -12,2% |

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

### Rys. 7. PKP Cargo: dane finansowe

| PLNm                    | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody               | 4 411 | 4 739 | 5 237 | 4 866 | 4 076 | 4 371 | 4 458 | 4 309 |
| EBITDA                  | 490   | 702   | 907   | 860   | 580   | 698   | 783   | 751   |
| Zysk operacyjny         | -132  | 155   | 278   | 143   | -186  | -11   | 87    | 69    |
| Zysk netto              | -134  | 82    | 184   | 36    | -224  | -56   | 23    | 9     |
| C/Z (x)                 | n.a.  | 43,7  | 13,3  | 33,2  | n,a,  | n,a,  | 23,1  | 38,3  |
| Wart. przed./EBITDA (x) | 6,8   | 5,8   | 3,9   | 5,0   | 6,3   | 5,3   | 4,6   | 4,7   |
| Stopa dywidendy         | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 4,2%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

Źródło: Dane spółki, 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.sopieli@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    |

## DISCLAIMER

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. Żaden 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 zobowiązany 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 zmiennego 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 wskazują 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” („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.

### 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 dodatkové 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 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, aktywność pozaoperacyjna, 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 na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomburga lub Damodarana). 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 wartość 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.

#### UJAWNIAENIA:

Ilekcroć 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 pozycję na 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 następnym 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 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.