

Duży potencjał wzrostu

Grupa Pepco to ogólnoeuropejska sieć sklepów dyskontowych, której celem jest osiągnięcie pozycji lidera w Europie. W roku obrotowym 2020 prowadziła 3 021 sklepów w 15 krajach europejskich pod trzema markami detalicznymi: Pepco i Poundland/Dealz (P/D), przy czym większość zaopatrzenia jest zintegrowana ze spółką zależną Pepco Global Sourcing (PGS). Uważamy, że sytuacja kapitałowa Grupy Pepco jest atrakcyjna z punktu widzenia wzrostu, jakości i potencjału zwrotu. Po pierwsze, biorąc pod uwagę możliwości związane z (1) dalszym rozwojem sieci sklepów, nie tylko w Europie Środkowo-Wschodniej, ale również w Europie Zachodniej, (2) wzmocnieniem wzrostu LFL oraz (3) efektywnością operacyjną. Prognozujemy CAGR sprzedaży i EBITDA (przed leasingiem) na lata 2020-23P na poziomie odpowiednio 14%/34%. Uważamy również, że spółka powinna być beneficjentem okresu po COVID-19, charakteryzującego się kontynuacją wzrostu udziałów rynkowych dyskontów w handlu detalicznym. Po drugie, dostrzegamy wysoką jakość samofinansującego się modelu biznesowego potwierdzoną wysokim ROIC na średnim poziomie 32% w latach 2021-23P oraz niskim zadłużeniem. Ponadto, Grupa Pepco planuje rozpocząć wypłatę dywidendy od 2022P, którą zakładamy na poziomie 64 mln euro (wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 40%).

Prognoza finansowa. Oczekujemy, że sprzedaż Grupy Pepco będzie rosła w latach 2020-23P na poziomie 14,2% CAGR. Zakładamy, że Pepco powinno pozostać motorem tego wzrostu, a jego sprzedaż w latach 2020-23P będzie rosła w zdrowym tempie na poziomie 17,9% CAGR. Poundland/Dealz ma szansę rosnąć w latach 2020-23P na poziomie 10,4% CAGR. W 2021P oczekujemy, że bazowa marża EBITDA (przed leasingiem) Grupy Pepco powróci do poziomu sprzed pandemii (9,8%) ze względu na pozytywny efekt dźwigni operacyjnej i inicjatyw oszczędności kosztów operacyjnych. Oczekujemy, że zarówno Pepco, jak i P/D odnotują bazową marżę EBITDA (przed leasingiem) w 2021P na poziomie odpowiednio 15,8% (w stosunku do przed pandemicznego 16,8% w 2019 r.) oraz 3,2% (w stosunku do przed pandemicznego 3,3% w 2019 r.).

Online: Ekspansja online w segmencie handlu dyskontowego/detalicznego pozostaje na razie niewielka ze względu na wciąż niską średnią wartość paragonu. Klienci nie wykazują na razie większego zainteresowania ofertą w sieci, jak wynika z badań przeprowadzonych przez firmę. Mimo to Grupa Pepco stale obserwuje rozwój dominującego zjawiska przechodzenia do sieci i jest gotowa do podjęcia działań, jeśli zajdzie taka potrzeba.

Ryzyka. Za główne ryzyko dla naszych prognoz uważamy przedłużającą się pandemię Covid-19. Inne ryzyka jakie widzimy to: (1) dalszy wzrost konkurencji internetowej, (2) wolniejsze uruchamianie nowych sklepów, (3) wzrost konkurencji ze strony innych dyskontów, (4) presja płacowa, (5) wprowadzenie podatków od sprzedaży detalicznej lokalnie w CEE oraz (6) ryzyko potencjalnej podaży akcji ze strony spółki dominującej.

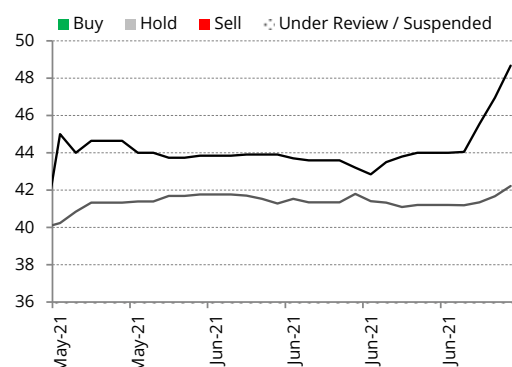
Wycena. Akcje Grupy Pepco wyceniamy na 61,1 zł w oparciu o model DCF (75,4 zł/akcję, waga 50%) oraz wycenę mnożnikową (46,8 zł/akcję, waga 50%).

Pepco Group: Podsumowanie finansowe*

EURmn	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sprzedaż	3,045	3,415	3,518	4,080	4,617	5,240
Skor. EBITDA (przed)	277	333	230	395	472	555
Skor. EBIT	219	255	152	295	355	421
Skor. NP (przed)	109	149	64	216	271	323
P/E (x)	54.4	40.0	92.8	27.5	22.0	18.4
EV/EBITDA (x)	23.6	19.3	27.3	15.6	12.8	10.6
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * skor. o zdarzenia jednorazowe

Rekomendacja	Kupuj
Udział w portfelu	-
Cena (PLN, 23 czerwca 2021)	46,95
Cena docelowa (PLN, 12M)	61,1
Kapitalizacja (PLN mln)	26,191
Free float (%)	17,0
Liczba akcji (mln)	575
Średni dzienny obrót 3M (mn)	1,0
USDPLN	3,79



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% głosów
Pepco Holdco Ltd.	83,0
Free float	17,0

Źródło: stooq.pl

Opis spółki

Pepco Group to ogólnoeuropejski detalista dyskontowy działający pod markami Pepco i Poundland/Dealz.

Analitik

Tomasz Sokolowski

Analitik akcji

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

Wycena

Cenę docelową ustalamy na poziomie 61,1 zł na podstawie naszego modelu DCF (75,4 zł/akcję, waga 50%) oraz wyceny wskaźnikowej (46,8 zł/akcję, waga 50%).

Fig. 1. Pepco Group: Podsumowanie wyceny

PLN/akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
DCF	75,4	n.a.	n.a.
Mnożnikowa (oparta na 2022P)	46,8	n.a.	n.a.
Cena docelowa	61,1	n.a.	n.a.

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, Wagi wycen DCF/mnożnikowej na poziomach 50%/50%

DCF

Poniżej omawiamy w skrócie podstawy naszego modelu DCF:

Sprzedaż: Oczekujemy, że sprzedaż Grupy Pepco powinna rosnąć w latach 2020-23P na poziomie 14,2% CAGR, biorąc pod uwagę odbicie po pandemii COVID-19. Pepco powinno pozostać motorem napędowym, zwiększając swoją sprzedaż w zdrowym tempie w latach 2020-23P na poziomie 17,9% CAGR, podczas gdy P/D będzie prawdopodobnie rosnąć w latach 2020-23P na poziomie 10,4% CAGR. Oczekujemy, że liczba sklepów Grupy Pepco będzie rosła w latach 2020-23P na poziomie 13,1% CAGR, odzwierciedlając zarówno wzrost liczby sklepów Pepco, jak i Dealz, którego spółka spodziewa się w swoich założeniach. Wzrosty LFL oczekujemy kolejno na poziomach 6,0%/5,0%/5,0% w Pepco oraz 2,0%/2,5%/2,5% w P/D w latach 2021-23P.

Koszty i marże: Oczekujemy, że bazowa marża EBITDA (przed leasingiem) Grupy Pepco w 2021P powróci na poziom zbliżony (9,7%) do przed pandemicznego 9,8% ze względu na pozytywny efekt dźwigni operacyjnej i inicjatyw oszczędności kosztów operacyjnych. Oczekujemy, że zarówno Pepco jak i P/D odnotują w 2021P bazową marżę EBITDA (przed leasingiem) odpowiednio na poziomach 15,8% (w stosunku do przed pandemicznego 16,8% w 2019 r. i 11,5% w 2020 r.) oraz 3,2% (w stosunku do przed pandemicznego 3,3% w 2019 r. i 1,7% w 2020 r.). W średnim terminie oczekujemy poprawy bazowej EBITDA (przed leasingiem) w Pepco o 17,2% w 2025P głównie dzięki pozytywnym efektom dźwigni operacyjnej wynikającej z 5% wzrostu sprzedaży w sklepach. W odniesieniu do P/D uważamy, że zarówno redukcja skurczenia jak i inicjatywy oszczędnościowe w zakresie kosztów operacyjnych (głównie logistyki) podejmowane przez spółkę powinny doprowadzić do dalszej poprawy marży EBITDA (przed leasingiem) do 3,7% w 2025P.

Kapitał obrotowy: Nie przewidujemy istotnych zmian w kapitale obrotowym w dającej się przewidzieć przyszłości. Zakładamy, że rosnące zobowiązania z tytułu dostaw i usług powinny generalnie finansować rosnące zapasy, zgodnie ze skalą działalności Grupy Pepco.

Nakłady kapitałowe: powinny być głównie napędzane przez rozwój sklepów (109/97/109 mln euro w latach 2021-23P). Pozostałe nakłady inwestycyjne w wysokości 139/83/88 mln euro według naszych szacunków powinny być przeznaczone na utrzymanie, remodeling, magazyn i IT.

Podatki: Stosujemy 24% stopę podatkową w 2021P i 21% w kolejnych latach.

Używamy **stopę wzrostu terminalnego** FCF na poziomie 2,5%, biorąc pod uwagę możliwości dalszego rozwoju sieci sklepów dla Grupy Pepco po okresie DCF.

W naszej analizie DCF wykorzystujemy dług netto na poziomie 328 mln euro w 2020 r.

Nasz **WACC** na poziomie 8,0% uwzględnia 8,7% koszt kapitału własnego, 2,8% stopę wolną od ryzyka (średnia LT rentowności 10-letniego polskiego rządu), 5,3% premię za ryzyko akcji (średnia z 7 lat; ERP liczona jako różnica pomiędzy rentownością indeksu WIG a kuponem 10-letniego polskiego długu publicznego), 1,0 niezlewarowaną betę oraz wskaźnik D/E na poziomie 14%.

Fig. 2. Pepco Group: Założenia WACC

Stopa wolna od ryzyka	2,8%
Beta nielewarowana	1,0
Beta lewarowana	1,1
Premia za ryzyko	5,3%
Koszt kapitału własnego	8,7%
Stopa wolna od ryzyka	2,8%
Premia za ryzyko	1,0%
Sopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,1%
%KO	12%
%KW	88%
WACC	8,0%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 3. Pepco Group: Wycena DCF

EURmn	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	4 080	4 617	5 240	5 895	6 584	7 310	8 077	8 714	9 388	10 102
Bazowa EBITDA*	395	472	555	648	745	842	948	1 023	1 096	1 171
Bazowy EBIT*	280	339	402	485	569	655	750	816	876	939
Podatek	67	71	84	102	119	138	158	171	184	197
NOPAT	213	267	318	383	450	518	593	644	692	742
Amortyzacja	115	133	153	163	176	187	198	207	219	232
Kapitał obrotowy	0	-5	-6	-8	-9	-11	-12	-4	-4	-5
Nakłady kapitałowe	-198	-181	-197	-202	-255	-214	-219	-184	-251	-258
Wolne przepływy pieniężne	130	215	268	337	362	480	559	663	656	711
WACC	8,0%									
PV FCF 2021-30P	2,655									
Wzrost terminalny	2,5%									
Wartość rezydualna (TV)	13 229									
PV TV	6 122									
Wartość przedsiębiorstwa	8 777									
Dług netto	328									
Wartość kapitału własnego	8 449									
Miesiąc	6									
Obecna wartość kapitału własnego (EURmn)	8 787									
EURPLN	4,5									
Obecna wartość kapitału własnego (PLNmn)	39 885									
Liczba akcji (mln)	575									
Aktualna wartość na akcję (PLN)	69,4									
12M Cena docelowa (PLN)	75,4									
Wzrost sprzedaży	16,0%	13,2%	13,5%	12,5%	11,7%	11,0%	10,5%	7,9%	7,7%	7,6%
Wzrost EBITDA	72,2%	19,4%	17,6%	16,7%	14,9%	13,0%	12,6%	7,9%	7,1%	6,9%
Wzrost NOPAT	101,4%	25,7%	18,8%	20,6%	17,3%	15,2%	14,5%	8,7%	7,4%	7,2%
Wzrost FCF	-45,3%	65,3%	24,5%	25,6%	7,5%	32,7%	16,3%	18,7%	-1,0%	8,3%
EBITDA margin	9,7%	10,2%	10,6%	11,0%	11,3%	11,5%	11,7%	11,7%	11,7%	11,6%
NOPAT margin	5,2%	5,8%	6,1%	6,5%	6,8%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%	7,3%
Capex/Revenues	-4,8%	-3,9%	-3,8%	-3,4%	-3,9%	-2,9%	-2,7%	-2,1%	-2,7%	-2,6%
Change in WC/Revenues	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * Bazowa EBITDA i EBIT przed leasingiem

Fig. 4. Pepco Group: Macierz wrażliwości wyceny (PLN/akcję)

WACC	Stopa wzrostu terminalnego						
	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
7,7%	77,1	78,2	79,3	80,5	81,7	83,0	84,3
7,8%	75,5	76,5	77,6	78,7	79,9	81,1	82,4
7,9%	73,9	74,9	76,0	77,0	78,1	79,3	80,5
8,0%	72,4	73,4	74,4	75,4	76,5	77,6	78,7
8,1%	71,0	71,9	72,9	73,8	74,9	75,9	77,0
8,2%	69,6	70,5	71,4	72,3	73,3	74,3	75,4
8,3%	68,2	69,1	70,0	70,9	71,8	72,8	73,8

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 5. Pepco Group: Macierz wrażliwości wyceny (zmiana procentowa)

WACC	Stopa wzrostu terminalnego						
	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
7,7%	2%	4%	5%	7%	8%	10%	12%
7,8%	0%	1%	3%	4%	6%	8%	9%
7,9%	-2%	-1%	1%	2%	4%	5%	7%
8,0%	-4%	-3%	-1%	0%	1%	3%	4%
8,1%	-6%	-5%	-3%	-2%	-1%	1%	2%
8,2%	-8%	-7%	-5%	-4%	-3%	-1%	0%
8,3%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-2%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena mnożnikowa

Wyceniamy Grupę Pepco przy pomocy metody SOTP w oparciu o docelową EV/EBITDA (skor. przed leasingiem) na 2022P dla Pepco i P/D, co daje cenę docelową na poziomie 46,8 zł na akcję.

Wyceniamy Pepco na tle odnoszących sukcesy detalistów z segmentu poziomu 1 w Europie Środkowo-Wschodniej, takich jak LPP i Dino, ponieważ Pepco ma już udany biznes w Europie Środkowo-Wschodniej i rozpoczęło ekspansję na rynkach Europy Zachodniej. Wyznaczamy naszą docelową EV/EBITDA (skor. przed leasingiem) w 2022P na poziomie 14,1x, co jest zgodne ze średnią EV/EBITDA (skor. przed leasingiem) w 2022P dla LPP i Dino. Porównując wzrost Pepco do spółek z regionu CEE oczekujemy, że Pepco mierzone wskaźnikiem CAGR na lata 2020-2023P będzie rosło szybciej niż Dino, ale wolniej niż LPP. Należy jednak zwrócić uwagę na niską bazę dla Pepco i LPP, gdyż Dino nie zostało dotknięte pandemią. Z drugiej strony, patrząc na wzrost skorygowany o Covid-19 mierzony w latach 2019-23P CAGR to Pepco wypada gorzej niż Dino (15% w stosunku do 28% Dino) i lepiej niż LPP (15% w stosunku do 10% LPP) pod względem wzrostu sprzedaży. Pod względem dynamiki EBITDA (przed leasingiem) Pepco wypada również gorzej niż Dino (15% w stosunku do 31% Dina) i lepiej niż LPP (15% w stosunku do 12% LPP). Uważamy, że pod tym względem Pepco zasługuje na premię do LPP, ale na dyskonto do Dino. Wyceniamy EV Pepco (przed alokacją długu) na 5,7 mld euro. Zwracamy uwagę, że nasza docelowa wartość EV/EBITDA (przed leasingiem) na poziomie 14,1x w 2022P jest również zgodna (premia 4%) z międzynarodowymi spółkami porównywalnymi (Dollar, Five Below, B&M, Lojas Am., Dollarama i Fix Price), które naszym zdaniem są najbardziej porównywalne do Pepco.

W naszej metodologii wyceny traktujemy P/D jako nierentowny biznes detaliczny, ale z szansą na odbicie. Dla celów wyceny używamy mnożnika EV/EBITDA (przed leasingiem) na poziomie 5,5x w 2022P, który jest zgodny z EV/EBITDA (przed leasingiem) dla Tesco w 2022P na podstawie konsensusu szacunków Bloomberg.

Zwracamy uwagę, że nasza wycena nie odzwierciedla szansy na powtórny ocenę wynikającą prawdopodobnie z lepszych od oczekiwań pozytywnych efektów trwającej restrukturyzacji. Wyceniamy EV P/D (przed alokacją długu) na 383 mln euro.

Fig. 6. Pepco Group: Wycena mnożnikowa

	Mnożnik docelowy	2022P	Opis
Pepco (EBITDA przed leasingiem)		402	W zgodzie ze średnim EV/EBITDA na 2022E (przed leasingiem) dla LPP i Dino
EV	14,1x 2022P EBITDA	5,674	
P/D (EBITDA przed leasingiem)		70	
EV	5,5x 2022P EBITDA	383	W zgodzie z 2022E EV/EBITDA (przed leasingiem) dla Tesco
Wartość przedsiębiorstwa		6,057	
(-) dług netto (gotówka)		79	
Wartość kapitału własnego (EUR mln)		5,978	
EURPLN		4.5	
Wartość kapitału własnego (PLN mln)		26,902	
Liczba akcji		575.0	
Cena docelowa (PLN)		46.8	

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 7. Pepco Group: Wybór grupy porównawczej – wskaźniki P/E and EV/EBITDA

Nazwa	Cena	Kapitał. (USD)	2021P	P/E 2022P	2023P	EV/EBITDA* 2021P	2022P	2023P
DOLLAR GE	215	50 746	21,0	19,1	17,3	13,8	12,9	12,0
FIVE BELOW	193	10 804	40,6	34,6	28,5	23,7	19,9	16,3
B&M	555	7 745	16,7	15,5	14,2	13,6	12,2	11,7
DOLLARAMA	58	14 263	26,7	22,2	17,6	15,2	13,5	12,1
FIX PRICE	9	7 761	23,5	18,3	14,4	15,3	12,3	9,7
LOJAS AMERIC	22	8 127	65,8	49,8	53,5	13,5	10,7	10,1
LPP	11,510	5 626	30,3	26,3	22,1	14,5	12,5	10,5
DINO POLSKA	275	7 114	30,3	24,4	19,1	19,7	15,8	12,2
JERONIMO	16	11 758	24,1	20,9	19,0	8,7	7,8	7,1
TESCO	224	24 163	12,2	11,1	10,6	5,8	5,5	5,3
Mediana			25,4	21,6	18,3	14,1	12,4	11,1
Średnia			29,1	24,2	21,6	14,4	12,3	10,7
Pepco Group	47	6 911	27,5	22,0	18,4	15,6	12,8	10,6
zdys. do śred.**			-9%	-14%	-11%	-9%	-10%	-7%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * przed leasingiem, ** średnie mnożniki dla LPP i Dino, pricing data wyceny 22 czerwca 2021

Fig. 8. Pepco Group: Porównanie rentowności w stosunku do spółek porównawczych

	Marża brutto			Marża EBITDA			Marża netto			ND/ EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	21P	22P	23P
DOLLAR	36,0%	36,1%	36,2%	11,4%	11,3%	11,3%	7,1%	7,0%	7,1%	0,9	0,8	0,4
FIVE BELOW	43,0%	43,1%	44,7%	15,5%	15,6%	16,6%	9,4%	9,4%	9,6%	-0,3	-0,3	-0,5
B&M	35,1%	34,8%	35,4%	14,3%	14,2%	13,7%	6,8%	6,8%	7,0%	1,8	1,8	1,5
DOLLARAMA	27,6%	28,0%	28,4%	28,8%	29,7%	31,0%	14,9%	15,9%	17,4%	1,9	1,6	n.a.
FIX PRICE	n.a.	n.a.	n.a.	19,2%	18,9%	19,3%	10,1%	10,4%	10,8%	0,3	0,2	0,1
LOJAS	21,8%	21,8%	21,8%	13,5%	13,5%	13,7%	2,1%	2,7%	2,8%	-0,1	-0,3	-0,2
LPP	54,8%	54,8%	54,8%	12,9%	13,0%	13,4%	6,1%	6,2%	6,6%	0,1	-0,2	-0,4
DINO	26,2%	26,2%	26,2%	10,7%	10,4%	10,4%	6,8%	6,7%	6,9%	0,4	-0,1	-0,5
JERONIMO	25,9%	26,0%	26,0%	7,5%	7,7%	7,7%	2,0%	2,2%	2,2%	0,4	0,3	0,3
TESCO	4,4%	4,3%	4,2%	7,1%	7,3%	7,4%	2,4%	2,6%	2,7%	2,6	2,3	2,3
Mediana	27,6%	28,0%	28,4%	13,2%	13,2%	13,5%	6,8%	6,8%	7,0%	0,4	0,3	0,1
Średnia	30,5%	30,6%	30,9%	14,1%	14,2%	14,4%	6,8%	7,0%	7,3%	0,8	0,6	0,3
Group	42,0%	42,1%	42,3%	9,7%	10,2%	10,6%	4,6%	5,2%	5,5%	n.a.	n.a.	n.a.
Pepco	46,2%	46,0%	46,1%	15,8%	16,3%	16,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/D	37,5%	37,6%	37,7%	3,2%	3,2%	3,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 9. Pepco Group: Porównanie wzrostu w stosunku do spółek porównawczych

	Sprzedaż	EBITDA	Zysk netto	ROE (%)		
	CAGR'20/23P	CAGR'20/23P	CAGR'20/23P	2021P	2022P	2023P
DOLLAR	5,3%	-6,8%	4,8%	35,5%	37,3%	36,9%
FIVE BELOW	25,1%	17,2%	45,8%	26,3%	26,0%	26,5%
B&M	4,9%	-3,6%	-3,1%	40,5%	49,6%	66,9%
DOLLARAMA	8,0%	11,9%	21,2%	n.a.	n.a.	n.a.
FIX PRICE	24,4%	24,3%	411,4%	n.a.	n.a.	n.a.
LOJAS	16,7%	14,9%	21,8%	5,8%	7,7%	6,0%
LPP	22,4%	46,9%	97,6%	31,6%	34,6%	34,5%
DINO	26,5%	27,1%	29,9%	32,8%	29,7%	28,4%
JERONIMO	6,0%	8,0%	18,2%	18,1%	19,6%	19,3%
TESCO	1,8%	8,9%	-30,8%	9,8%	10,1%	10,1%
Mediana	12,3%	13,4%	21,5%	28,9%	27,9%	27,5%
Średnia	14,1%	14,9%	61,7%	25,1%	26,8%	28,6%
Group	14,2%	34,3%	109,2%	22,7%	24,2%	24,8%
Pepco	17,9%	33,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/D	10,4%	39,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Pl. Andresa 5
61-894 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
bm.santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@santander.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@santander.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@santander.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@santander.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@santander.pl

Departament Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych
Strategia, Finanse*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrzcz, *Analitik Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analitik Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce, Gry*

Michał Sopieli, *Analitik Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analitik Akcji
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Stanisław Czerwiński, *Analitik Akcji
Gry*

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, ul. 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 2018 r., poz. 2286 – 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 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – 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.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty 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 („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 należytą 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.santander.pl/inwestor 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 przeciwstawnych 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 inwestycyjnych. 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 księgowa

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

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało 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 Damodaran). 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.

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://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

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

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 instrumentie 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 ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIAENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **PEPCO Group N.V.** („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 funkcję 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Biuro Maklerskie był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta jako gwarant i współprowadzący księgę popytu.

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 nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

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