

Zyskowy węgiel brunatny, potencjał wzrostu utrzymany

Rekomendacja Przeważaj, cena docelowa PLN31,2

Pod koniec 2021 r. ZE PAK spieniężył swoją strategię odnawialną, sprzedając 67% udziałów w swoich zielonych aktywach i planach Cyfrowemu Polsatowi za 0,8 mld zł w kapitale i 1,15 mld zł w gotówce. W warunkach niepewności na rynku energii węgiel brunatny oferuje unikalną ochronę przed ryzykiem rynkowym. Nie tylko marże na 2023E pozostają wyjątkowo korzystne dla EBITDA i FCF, ale co zaskakujące, najlepszy możliwy scenariusz dla ZE PAK (wysoka cena węgla energetycznego, wysoki współczynnik obciążenia węgla brunatnego) wydaje się materializować. Uważamy, że niepewność na Wschodzie powinna utrzymać wysokie ceny węgla energetycznego, a polskie Ministerstwo Klimatu oficjalnie potwierdza maksymalizację produkcji energii z węgla brunatnego dla odbudowy polskich zasobów węgla energetycznego. Dodatkowo, zgodnie z oficjalnymi informacjami, spółka wkrótce rozpocznie budowę bloku gazowego o mocy 493 MW, co powinno wpłynąć na nakłady inwestycyjne i dług netto spółki, ale zakładamy, że przychody z rynku mocy (0,2 mld zł rocznie, w sumie 3,4 mld zł przez siedemnaście lat) powinny utrzymać NPV na plusie. Węgiel brunatny nagle znów stał się niezbędny i rentowny, stare zielone aktywa zostały sprzedane CPS po przyzwoitej cenie, a inwestycje na morzu i elektrownie jądrowe mogą zapewnić przyzwoite korzyści, naszym zdaniem. Spowolnienie europejskiego PKB i regulacje UE mogą jeszcze bardziej obniżyć ceny CO2 (kluczowy potencjał wzrostu w średnim okresie), podczas gdy nieoczekiwane podatki lub inne regulacje UE mogą stanowić dodatkowe ryzyko, naszym zdaniem.

67% udziałów w aktywach odnawialnych sprzedane CPS za 0,8 mld zł... W grudniu 2021 ZE PAK sprzedał CPS 67% swoich aktywów i planów odnawialnych za 0,8 mld zł (faktycznie transakcja powinna nastąpić w najbliższych miesiącach). ZE PAK ma je dekonsolidować (zachowując 33% udziałów) wraz z zadłużeniem netto 350 mln zł, wg. komunikatu CPS. ZE PAK ma zachować kontrolę nad swoimi planami w off-shore i jądrowymi, a CPS oficjalnie stwierdziło, że te aktywa są „potencjalnie interesujące”.

...i doskonale otoczenie dla węgla brunatnego. Obecne otoczenie bardzo sprzyja szczytowej produkcji bloków na węgiel brunatny ZE PAK, ponieważ węgiel brunatny osiąga najwyższe zwroty przy wysokich cenach węgla. Po 30-procentowym spadku ceny CO2, obecne marże pozostają bardzo korzystne dla węgla brunatnego, prawdopodobnie implikując wysoką EBITDA w 2023P. Ponadto, polskie Ministerstwo Klimatu przyznaje, że bloki na węgiel brunatny działają przy maksymalnych współczynnikach obciążenia, aby oszczędzać polski węgiel energetyczny, i uważamy, że może to potencjalnie trwać kilka kwartałów, umożliwiając Polsce odbudowę strategicznych zasobów węgla energetycznego.

Ryzyka i potencjał wzrostu. Uważamy, że brak ostatecznego porozumienia między przedsiębiorcami skupionymi na SMR, szczegółowe warunki wydzielania aktywów z węgla brunatnego ZEP lub przyszła ekonomika SMR stanowią istotne ryzyka dla transformacji ZEP i wyceny spółki. Sugerowany przez UE potencjalny podatek od nadzwyczajnych zysków z produkcji energii byłby negatywnym, podczas gdy obniżka ceny CO2 byłaby pozytywnym. Polityka cenowa przyszłego NABE to ryzyko dla ZE PAK. Uważamy, że nie można wykluczyć żadnych działań korporacyjnych (podnoszenie kapitału, sprzedaż projektów). Współpraca w ramach projektów jądrowego i off-shore może przynieść znaczące korzyści.

Prognozy, wycena, rekomendacje. Korekty związane ze sprzedażą OZE i przywrócona rentowność węgla brunatnego istotnie zmieniają nasz prognozy, a łączna EBITDA oparta na węglu brunatnym w 2022-23E na poziomie 412 mln zł jest zbliżona do naszych wcześniejszych szacunków (384 mln zł). Korekty w podejściu SoTP (sprzedaż aktywów, blok w budowie, rentowność węgla brunatnego) podnoszą naszą wycenę do 34,8 zł, ale wycena porównawcza spada do 22,9 zł, ponieważ ponownie opiera się na węglu brunatnym. Nasza ważona TP rośnie o 26% do 31,2 zł, a wysoki potencjał wzrostu kursu uzasadnia rekomendację Przeważaj (Kupuj przed zmianą ratingów Santander w grudniu 2021 r.), ale przyznajemy, że zmieniające się otoczenie, regulacje i/lub działania korporacyjne mogą wpływać na wysoką zmienność.

ZE PAK: Podsumowanie finansowe

PLNmnn	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	2 305	2 878	2 207	2 226	2 919	2 798
EBITDA	90	394	148	258	142	270
EBIT	-477	-424	-291	123	18	194
Zysk netto	-460	-442	-227	131	25	154
P/E (x)	n,a	n,a	n,a	4,8	35,3	5,8
EV/EBITDA (x)	11,0	1,1	2,5	4,4	3,8	3,2
Stopa dywidendy	12,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rekomendacja

Przeważaj

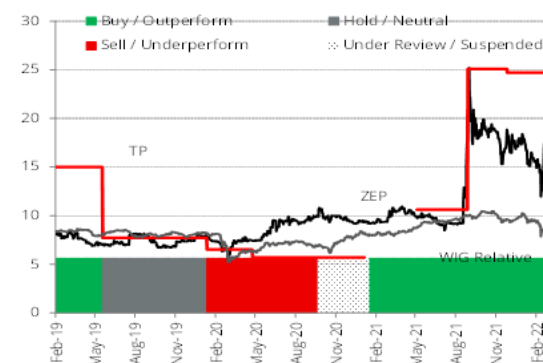
Cena Docelowa (Gru2022, zł)

31,2

Cena (PLN, 14 marca 2022)	17,70
Kapitalizacja (PLNmnn)	899
Free Float (%)	34
Liczba akcji (mn)	50,8

Co się zmieniło

- Cena docelowa PLN31,2, rekomendacja Przeważaj (Kupuj przed zmianą ratingu w grudniu 2021)
- ZE PAK sprzedaje 67% swojej strategii odnawialnej (biomasa, wiatr, PV) uzyskując 1,15 mld zł wpływów pieniężnych, jednocześnie utrzymując 33% udziału...
- ...zachowując też potencjał wzrostu wynikający z off-shore i SMR, które Cyfrowy Polsat nazwał „interesującymi”, a przyszłe transakcje nie byłyby zaskoczeniem
- Węgiel brunatny staje się obecnie pożądanym i rentownym aktywem, z wysokimi marżami (wynikającymi z ceny węgla) i obciążeniem bloków utrzymywanym przez operatora na maksymalnym poziomie
- Dzisiejsza perspektywa dla bloków gazowych pozostaje negatywna, ale 3,4 mld zł rynku mocy przez 17 lat silnie wspiera NPV bloku gazowego ZEP, a zdywersyfikowane dostawy gazu w 2026E mogą przywrócić rentowność szczytowej sprzedaży
- Kluczowe ryzyka: regulacje UE (w tym podatek od nieoczekiwanych zdarzeń), brak zgody na projekt jądrowy, szczegóły dot. SMR, szczegóły dotyczące wydzielania węgla brunatnego, ceny energii elektrycznej, kwestie kapitałowe



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy

% głosów

Zygmunt Solorz	66,0
PZU OFE	9,1
NN OFE	8,9

Źródło: Spółka

Opis spółki

ZE PAK jest największym producentem energii elektrycznej konwencjonalnej poza kontrolą Skarbu Państwa w Polsce. Segment ten ma być podstawą dla spółki celowej budującej SMR. Spółka sprzedała 67% aktywów odnawialnych za 0,8 mld zł, utrzymując potencjał wzrostu wynikający z off-shore i SMR.

Analityk

Paweł Puchalski, CFA

Analityk akcji

+48 22 586 80 95 pawel.puchalski@santander.pl

Wycena

Wycena DCF

Fig. 1. ZE PAK: Wycena projektu nuklearnego, 1,800MW

		Wycena PLNm	IRR
1,800MW SMRs: Założenia w najlepszym przypadku		Capex EUR4,8mld, load factor 85%, cena energii elektrycznej płaska PLN350/MWh, opex EUR16/MWh	
Implikowana wycena		17 624	10,9%
1,800MW SMRs: założenia SANE		Capex EUR6.0bn, load factor 85%, cena energii płaska PLN350/MWh, opex EUR20/MWh	
Implikowana wycena		8 504	8,1%
A	NPV projektu	8,504	
B	NPV projektu zakładając porażkę	-1,000	
C	Prawdopodobieństwo porażki	14%	
$D = A \times (1 - C) + B \times C$	Skorygowana wartość NPV projektu	7,173	
E	Zakładane rozwodnienie kapitału	90%	
$F = D \times E$	NPV założycieli SPV	717	
G	Udział ZE PAK	50%	
$H = F \times G$	NPV projektu dla ZE PAK	359	
Wycena ZE PAK na akcję		7,1	

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 2. ZE PAK: Waluacja SoTP – (suma wycen NPV wg segmentów)

Segment	Wycena PLNm	Wycena PLN za akcję	Udział w wycenie**	Poprzednia wycena [wrzesień 2021] PLNm	Zmiana
Konwencjonalne wytwarzanie*	314	6,2	18%	20	0,4
Kopalnictwo*	0	0,0	0%	0	0,0
Alternatywa nuklearna	359	7,1	20%	359	7,1
Sprzedaż energii	21	0,4	1%	21	0,4
Gaz	168	3,3	10%		
Wiatr na lądzie ***	1 106	21,8	63%	337	6,6
Fotowoltaika ***	n,a	n,a	n,a	334	6,6
Biomasa ***	n,a	n,a	n,a	288	5,7
Dług netto	200	3,9		159	3,1
Łącznie	1 768	34,8		1 200	23,6

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, * w oparciu o przepływy pieniężne w latach 2022-23E, energetyka konwencjonalna zneutralizowana w związku z włączeniem do SPV od grudnia 2023E (jedenastomiesięczne opóźnienie w porównaniu z poprzednimi szacunkami wydzielania w styczniu 2023E), generacja gotówki netto w kopalni węgla brunatnego zniwelowana poprzez długoterminowy kontrakt z SPV (założenia własne), *** poprzednio prezentowane jako oddzielne segmenty on-shore/PV/biomasa, obecnie prezentowane jako jeden segment po zbyciu wszystkich aktywów na rzecz Cyfrowego Polsatu i zatrzymaniu w nich 33% udziałów, wycena oparta na 800 mln zł płatności gotówkowej z CPS oraz proporcjonalnym udziale w długoterminowym wzroście wartości tych aktywów

W związku z trwającą sprzedażą odnawialnych aktywów i planów ZE PAK na rzecz Cyfrowego Polsatu, ograniczamy grupę porównywalnych spółek do spółek zanieczyszczających (vs. porównywalna grupa spółek z branży odnawialnej użyta w poprzednim raporcie).

Fig. 3. ZE PAK: Wycena porównawcza (1)

Spółka	Kapitaliz.	P/E			EV/EBITDA		
	EURmn	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Wysoka emisja							
Public Power Corp SA	2 939	274,8	22,2	14,1	7,0	6,6	5,4
Drax Group PLC	3 327	25,4	11,5	8,1	10,4	7,4	6,0
Enel SpA	59 485	10,9	10,4	9,5	6,9	6,8	6,4
RWE AG	24 980	17,7	17,5	23,8	9,0	8,5	9,6
Median		21,5	14,5	11,8	8,0	7,1	6,2
Minimum		10,9	10,4	8,1	6,9	6,6	5,4

Źródło: Bloomberg, ceny z 14 marca 2022

Fig. 4. ZE PAK: Wycena porównawcza (2)

Company	2021P	P/E		2021P	EV/EBITDA	
		2022P	2023P		2022P	2023P
Implikowana cena akcji *	28,0	5,1	24,6	32,6	25,2	21,9
Średnia implikowana cena akcji						22,9

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, wyceny na bazie minimalnych wskaźników z grupy "wysoka emisja"

Wycena DDM

Spodziewamy się, że ZE PAK całkowicie zmieni swój profil na firmę zorientowaną na energię odnawialną. W związku z tym, ponieważ dywidendy nie mają znaczenia w wycenie spółek odnawialnych, nie uwzględniamy wyceny DDM w naszym mieszanym podejściu do wyceny.

Podsumowanie wyceny

Fig. 5. ZE PAK: Zmiany w wycenie*

PLN za akcję	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena SoTP	34,8	23,6	47%
Wycena porównawcza (oparta na 2021-2023P)	22,9	27,3	-16%
Wycena ważona**	31,2	24,7	26%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * dane zaokrąglone, ** 70% DCF / 30% porównawcza

DCF i SoTP pozostają naszymi preferowanymi narzędziami wyceny, ponieważ opierają się one bardziej na długoterminowych perspektywach firmy. Ponieważ zmiany wyników finansowych lub zmiany preferencji inwestorów wpływają na wycenę porównawczą, postrzegamy ją jako wspierającą dla DCF/SoTP. W związku z tym stosujemy wagę 70% dla DCF / SoTP i 30% dla wyceny porównawczej.

Zwróć uwagę, że nasz system ocen zmienił się 15 grudnia 2021 r. Przeszliśmy na system ocen względnych. Benchmarkem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa rocznego niemieckiego Bundu +ERP (5,5%).

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

tel.: 61 856 44 44

e-mail: bm.sekretariat@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

Zespół 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*

Piotr Zielonka, CFA, *Analitik Akcji
Gry*

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIEŃ

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie dokładnie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Santander Bank Polska S.A. („Santander Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku / dostawcy płynności, dla instrumentów finansowych emitowanych przez: **Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin SA**, na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez tego emitenta / tych emitentów.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin SA**.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. 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 / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

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 emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

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

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczone usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Santander Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie, Zespół Analiz Giełdowych, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: <http://centruminformacji.santander.pl/files/1501617>.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

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.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie 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 raporcie 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, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom. Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest 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 raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyta staranność i rzetelność.

Niniejszy raport 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 raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub 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 raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. 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.

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:

Przeważaj – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około $\geq 15\%$.

Neutralnie – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

Niedoważaj – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około $< 5\%$.

UWAGA: od dnia 15 grudnia 2021 r. zmienić się nasz system wyceny. System oparty na ocenie bezwzględnej został zamieniony na system oceny względnej wobec określonego benchmarku. Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-letnich obligacji emitowanych przez rząd RFN + ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia br. Ceny docelowe ustalane od lipca do 31 grudnia następnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Santander Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Okres ważności Opracowań, których dotyczy niniejszy dokument wynosi maksymalnie 30 dni, przy czym publikacja nowego opracowania dla danego instrumentu finansowego oznacza, że opracowanie poprzednio wydane traci ważność.

Ze względu na krótki horyzont czasowy Opracowań, Santander Biuro Maklerskie nie zakłada ich regularnych aktualizacji.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu 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 Damodara). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

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

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

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule 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 zaprzęstało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jej prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

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

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 oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

2022 © Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone