

Surowiec inny niż wszystkie

Przeważaj, cena docelowa w dół do PLN61.3

Problem geologiczne Bogdanki, obniżające wolumeny w drugiej połowie 2022 r. (1,2 mln ton mniej wobec pierwotnej prognozy) powinny spowodować stratę EBITDA w drugiej połowie 2022P r., obniżając 2022P EBITDA spółki do 0,6 mld zł, czyli 0,2 mld zł poniżej konsensusu. Jednak szaleństwo związane z dostępnością i cenami węgla w Europie trwa nadal, konflikt na wschodzie nie wydaje się bliższy polubownemu rozwiązaniu, a naszym zdaniem środowisko wysokiej inflacji realnie większa spread cenowo-kosztowy Bogdanki wobec PGG. Duże i długoterwale dotacje dla PGG (lub jej kontrakty z nabywcami państwowymi) mogą stanowić zagrożenie dla LWB, ale należy pamiętać, że w przypadku wygaśnięcia konfliktu Bogdanka może stać się dostawcą węgla pierwszego wyboru dla Ukrainy. Indeks PSCMI1 (benchmark dla LWB) był w lipcu wyższy o 45% r/r, a wysokie oferty cenowe węgla PGG na 2H2022/2023 powinny zapewnić rozkwit Bogdanki na poziomie EBITDA w 2023/24E. Informacje w krótkim terminie nie powinny być korzystne (słabe wyniki 3Q22P, potencjalna strata EBITDA w 4Q22P), ale naszym zdaniem Bogdanka nadal pozostaje atrakcyjna w trakcie europejskiego kryzysu energetycznego. Kwestie ESG i transformacja energetyczna zawsze będą problemem spółki, a list intencyjny w sprawie zbycia udziałów Enei do Skarbu Państwa zwiększa niepewność, ale bardzo dobre wyniki 2023/24P (dwuletni FCF 0,8 mld zł) i 64% potencjał wzrostu do TP uzasadnia rekomendację Przeważaj.

Siła wyższa w 2H2022. We wrześniu spółka poinformowała o wystąpieniu siły wyższej o podłożu geologicznym, obniżając prognozę produkcji węgla na rok 2022 do 8,3 mln ton z 9,5 mln ton. Spadek wolumenu o 1,2 mln ton stanowi 30% wolumenu na 2H22, implikowanego przez prognozę na rok 2022. W związku z tym, spodziewając się, że spółka poniesie dodatkowe koszty związane z naprawą ściany, spodziewamy się, że Bogdanka zanotuje niewielką stratę EBITDA w II poł 2022P.

Zmiany na rynku. Cena węgla energetycznego w Europie pozostaje na wysokim poziomie, a rosyjskie plany (częściowa mobilizacja, quasi-referenda na okupowanych terytoriach ukraińskich) nie sugerują szybkiego wygaśnięcia konfliktu. W Polsce indeks PSCMI1 z lipca 2022 r. wzrósł o 45% r/r, a wysokie ceny węgla z PGG na 2H2022 i 2023 sugerują kontynuację wzrostów. Inwestycje PGG mogą stanowić ryzyko dla LWB, ale nakłady na nowy szyb oznaczają realne dostawy węgla za 10 lat, nakłady na infrastrukturę podziemną przyniosłyby nowy węgiel za 3 lata, a PGG będzie borykać się z pogłębiającymi się problemami kadrowymi. W przypadku mocy wytwórczych zastępujących węgiel, wzrost PV znacznie spowolnił, a opóźnienie w ładowaniu zasady 10H prawdopodobnie spowodowało wygaśnięcie wszystkich pozwoleń środowiskowych / budowlanych dla wiatraków na lądzie, stąd zakładamy, że nowe moce mogą powstać za kilka lat. Gaz jest alternatywą, ale Enea może ubiegać się o potencjalne wsparcie rynku mocy tylko dla jednego bloku gazowego od 2028 roku.

Ryzyka i szanse. Unijna polityka wspierająca OZE i nieustające podejście inwestorów do alokacji aktywów według ESG stanowią kluczowe ryzyka, ale ich wpływ może być, jak sądzimy, opóźniony o kilka lat. Uważamy, że ekspansja polskich OZE powinna zwiększyć moce za 3-4 lata. Wydzielenie LWB z Enei może nastąpić w drodze wezwania na wszystkie akcje LWB, bezpośredniego przeniesienia udziału Enei w LWB na podmiot państwowy (neutralne) lub publicznej emisji (silnie negatywne). Obecne ceny gazu/węgla sugerują potencjał wzrostu, podobnie jak nowe oferty cenowe węgla PGG (wpływające na indeks PSCMI1, benchmark dla LWB). Silne ograniczenie zużycia energii elektrycznej w Polsce może stanowić zagrożenie dla wielkości produkcji z węgla. Duże i trwałe inwestycje PGG w moce produkcyjne węgla lub wsparcie UE dla państwowych kopalń zagroziłoby średnio- i długoterminowej pozytywnej perspektywie LWB. Potencjalne roszczenia prawne ze strony Enei z tytułu niedostarczenia węgla w 2H2022 mogą stwarzać ryzyko.

Prognozy, ceny docelowe, rekomendacje. Obniżyliśmy wolumeny w 2022P roku do 8,3 mln ton, ostrożniej zmniejszając wolumen w 2023P do 9,0 mln ton z 9,5 mln ton. W 2022 r. obniża to naszą EBITDA, pomimo świetnej pierwszej połowy 2022 r., ale rosnące ceny węgla skutkują wysokimi wzrostami EBITDA w 2023/24P, w obu latach powyżej poziomu 1 mld zł (pomimo korekty o podatek nadzwyczajny). Podatek obniża naszą wycenę o 8 zł/akcję, a niewielki wzrost założeń długoterminowych nakładów inwestycyjnych obniża naszą wycenę DCF do 64,7 zł. Przy spadku wyceny porównawczej o 25% (głównie ze względu na bardzo niskie wskaźniki JSW), nasza mieszana TP spada o 18% do 61,3 zł, natomiast 64% potencjał wzrostu uzasadnia rekomendację Przeważaj.

Bogdanka: Podsumowanie finansowe

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	2,158	1,822	2,371	2,264	3,355	3,317
EBITDA	767	466	798	595	1,059	1,120
EBIT	375	95	367	174	619	672
Zysk netto	309	73	288	132	491	537
P/E (x)	4.5	9.7	3.4	9.6	2.6	2.4
EV/EBITDA* (x)	1.9	2.0	1.0	2.2	0.9	0.4
DY	1.8%	0.0%	0.0%	4.6%	0.0%	0.0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, * zawiera rezerwy

Rekomendacja

Przeważaj

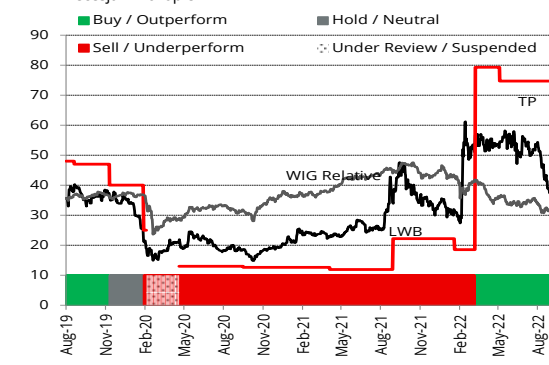
Cena docelowa [Gru2023, PLN]

61.3

Cena (PLN, Wrzesień 20 2022)	37.36
Kapitalizacja (PLNmn)	1,271
Free float (%)	34.0
Liczba akcji (mn)	34.0

Co się zmieniło

- TP obniżony o 18% do 61.3 zł z 74.7 zł, rekomendacja Przeważaj
- Geologiczna siła wyższa obniża produkcję spółki w 2022 r. do 8,3 mln ton z 9,5 mln ton, spodziewamy się, że może to spowodować ujemną EBITDA 2H2022E
- Wywołana konfliktom na wschodzie gorączka na rynku węgla trwa, polski producent węgla PGG narzuca wysokie ceny w drugiej połowie 2022 i 2023 roku, co stanowi impuls wzrostowy dla indeksu PSCMI1, który wzrósł o 45% r/r w lipcu 2022 r.
- Ostrożnie oceniamy wolumen LWB na poziomie 9,0 mln ton w 2023E (przedłużający się wpływ nieczynnej ściany), uwzględniamy również podatek nadzwyczajny w prognozach 2023/24E, ale cena węgla wyższa o 40-50% w stosunku do 2022 powinna gwarantować +1 mld zł EBITDA rocznie i dwuletnie generowanie gotówki na poziomie 0,8 mld zł
- Konflikt nadal sprzyja, ale po wojnie Bogdanka może stać się dostawcą pierwszego wyboru dla Ukrainy, niezależnie od prawdopodobnego deficytu węgla w Polsce...
- ... i polskie moce wytwórcze zastępujące węgiel mogą powstać za kilka lat (on-shore) lub w najlepszym razie pod koniec dekady (off-shore, SMR)
- Skarb Państwa podpisał list intencyjny w sprawie przejęcia 65% akcji LWB od Enei (możliwy pod koniec 2023 r.), naszym zdaniem, warunki transakcji i polityka państwa stwarzają ryzyko dla Bogdanki,
- Kluczowe ryzyka: bardzo silny i szybki wzrost importu gazu LNG do Europy, deregulacja cen PGG (benchmark do LWB), szybka ekspansja polskich OZE, silna ekspansja azjatyckiego wydobycia węgla, silna recesja w Europie



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

Główni akcjonariusze

% głosów

Enea	64.9
------	------

Źródło: stoq.pl

Opis spółki

Bogdanka jest drugim największym i jednocześnie najtańszym producentem węgla energetycznego w Polsce, z roczną produkcją węgla 10,0 mln ton w 2021 r.

Analityk

Paweł Puchalski, CFA

Starszy analityk

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

Wycena

Wycena DCF

Fig. 1. Bogdanka: kalkulacja WACC

	Lata 2022-24P	Rok 2025P i kolejne
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	4.0%
Beta nielewarowana	1.2	1.2
Lewarowana beta	1.2	1.2
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	12.0%	10.0%
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	4.0%
Premia za ryzyko	1.0%	1.0%
Stopa podatkowa	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.7%	4.1%
%KO	0%	0%
%KW	100%	100%
WACC	12.0%	10.0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 2. Bogdanka: Wycena DCF

PLNm	2022P	2023P	2024E	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	2,264	3,355	3,317	2,884	2,746	2,631	2,519	2,407	2,298	2,190
EBIT	174	619	672	512	444	361	245	128	33	-61
Podatek pieniężny od EBIT	33	118	128	97	84	69	46	24	6	-12
NOPAT	141	502	545	415	359	293	198	104	27	-49
Amortyzacja	421	440	447	451	454	457	476	496	496	496
Zmiany w kapitale obrotowym	20	-1	-9	-2	-1	4	4	4	4	3
Nakłady kapitałowe*	700	550	500	500	500	734	780	500	500	500
Wolne przepływy pieniężne	-158	393	501	368	314	12	-110	96	19	-57
WACC	12.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
PV FCF 2022-2031P	934									
Wzrost terminalny	-2.0%									
Wartość terminalna	-368									
PV TV	-151									
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	783									
Dług netto **	-1,035									
Wartość Equity	1,818									
Liczba akcji (mn)	34.0									
Wartość na akcję (PLN, Sty 2022)	53.4									
Cena docelowa (Gru23, PLN)	64.7									

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, * założono anulowanie oficjalnego planu rozbudowy nowego szybu, z nakładami ogółem PLN2,1 mld, brak wartości końcowej dla górnictwa, PV TV na podstawie oczekiwanej zdyskontowanej wartości przepływów pieniężnych 2031-2040E **uwzględnia 50% zdyskontowanej wartości oficjalnego planu spółki wydobywania 1,8 mln ton niskiej jakości węgla koksowego od 2026 roku, co wspiera łączną wycenę o 453 mln zł lub 13.3 zł na akcje

Wycena porównawcza

Fig. 3. Bogdanka: Wycena porównawcza

Spółka	Kapitał. (EURmn)	P/E			EV/EBITDA			P/CE		
		2022P	2023P	2024P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
JSW	946	0.6	1.6	3.5	0.3	0.5	0.8	0.6	1.2	2.1
Rynki rozwinięte										
Alliance Resource Partners LP	3,102	5.3	4.6	8.3	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	3.1	4.3
Peabody Energy Corp	3,046	3.7	5.8	22.8	1.7	2.3	1.6	2.1	3.2	5.4
CNX Resources Corp	3,175	7.7	7.5	7.6	4.1	3.4	2.7	3.9	3.5	4.0
New Hope Corp Ltd	3,313	3.5	3.6	6.0	1.9	1.6	1.9	3.2	3.2	4.2
Whitehaven Coal Ltd	5,527	3.5	3.2	5.7	2.1	1.9	2.2	3.1	3.0	4.3
Mediana		3.7	4.6	7.6	2.0	2.1	2.0	3.1	3.2	4.3
Rynki wschodzące										
Guizhou Panjiang Refined Coal	2,664	8.1	7.3	6.9	n.a.	n.a.	n.a.	7.7	6.9	6.7
China Coal Energy	17,219	3.7	4.0	4.3	3.0	2.7	2.4	3.5	3.8	4.0
Datong Coal Industry	4,343	6.4	6.2	5.8	2.5	1.9	1.2	5.6	5.6	5.4
Yang Quan Coal Industry Group	6,066	7.6	6.9	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	4.6	4.0	3.6
Bukit Asam	3,220	4.2	5.0	6.4	2.5	3.0	3.6	3.7	4.6	5.5
Banpu	2,446	2.5	3.8	5.7	2.4	3.4	2.5	1.4	1.5	1.8
Coal India	17,793	8.8	5.2	6.2	5.5	3.0	3.5	7.2	4.8	5.3
Mediana		6.4	5.2	6.0	2.5	3.0	2.5	4.6	4.6	5.3

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie, ceny akcji na 20 września 2022

Fig. 4. Bogdanka: Wycena porównawcza (PLN/akcje)

	Waga	P/E	EV/EBITDA	P/CE	Średnia
		2022-24P	2022-24P	2022-24P	2022-24P
JSW	50%	26.9	26.8	34.2	29.3
Rynki rozwinięte	25%	52.3	67.2	79.5	66.3
Rynki wschodzące	25%	64.8	85.2	118.3	89.4
Wycena ważona		42.7	51.5	66.5	53.6

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie, wartości zaokrąglone

Wycena DDM

Biorąc pod uwagę wypowiedzi ministra aktywów państwowych o niskich dywidendach od spółek kontrolowanych przez państwo i prawdopodobnie trudne perspektywy dla polskiego segmentu węglowego, utrzymujemy DPS i DDM spółki na zerowym poziomie.

Podsumowanie wyceny

Fig. 5. Bogdanka: Zmiana wyceny **

PLN/akcja	Nowa	Poprz.	Zmiana
Wycena DCF	64.7	76.2	-15%
Wycena porównawcza (na podstawie 2022-2024P)	53.6	71.0	-25%
Wycena ważona *	61.3	74.7	-18%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * 70% DCF / 30% porównawcza** wartości zaokrąglone

DCF pozostaje naszym preferowanym narzędziem wyceny, ponieważ w większym stopniu opiera się na długoterminowych perspektywach firmy. Ponieważ zmiany wyników finansowych lub zmiany preferencji inwestorów wpływają na wycenę porównawczą, którą postrzegamy jako wspierającą metodologię wyceny DCF.

W naszym podejściu DCF uwzględniamy zdyskontowaną NPV potencjalnego wzrostu wynikającego z produkcji półmiejkiego węgla koksującego od 2026E (w oparciu o oficjalną strategię spółki). Uważamy, że gdyby Bogdanka zrealizowała obietnice dotyczące półmiejkiego węgla koksującego w latach 2026-2040, jej wycena mogłaby otrzymać zdyskontowany wzrost w wysokości 906 mln zł. Ponieważ jednak ta zwyżka pozostaje odległa i niepewna, uwzględniamy 50% jej potencjalnego wpływu, co oznacza wzrost o 13,3 zł na akcję.

Fig. 6. Bogdanka: Zmiany prognoz

PLNmIn	2022P			2023P			2024P		
	Nowa	Poprz.	Zmiana	Nowa	Poprz.	Zmiana	Nowa	Poprz.	Zmiana
Przychody	2,264	2,519	-10%	3,355	2,986	12%	3,317	2,986	11%
EBITDA	595	693	-14%	1,059	917	15%	1,120	914	23%
EBIT	174	272	-36%	619	477	30%	672	467	44%
Zysk netto	132	211	-37%	491	378	30%	537	372	44%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 7. Bogdanka: Prognozy Santander vs konsensus rynkowy

PLNmIn	2022P			2023P			2024P		
	Santander	Konsensus	Zmiana	Santander	Konsensus	Zmiana	Santander	Konsensus	Zmiana
Przychody	2,264	2,548	-11%	3,355	2,873	17%	3,317	2,977	11%
EBITDA	595	799	-26%	1,059	891	19%	1,120	922	21%
EBIT	174	348	-50%	619	420	47%	672	435	55%
Zysk netto	132	277	-52%	491	336	46%	537	349	54%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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
Banki, Ubezpieczyciele, Strategia

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrzcz, Analityk Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT

Tomasz Sokołowski, Analityk Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce

Michał Sopieli, Analityk Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe

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

Piotr Zielonka, CFA, Analityk Akcji
Gry, Strategia

Marcin Działek, Analityk 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: **Lubelski Węgiel Bogdanka SA, Enea SA, Jastrzębska Spółka Węglowa 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: **Enea SA, Jastrzębska Spółka Węglowa 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 Santander Allianz 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/filesserver/item/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, będącego 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 w instrumentach finansowych 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 zmieniać 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 danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego 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 korzystał co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

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

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

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub 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 wartości księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

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

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

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