

Stracona szansa

Obniżamy rekomendację do Niedoważaj, cena docelowa obniżona do 57 zł z 67 zł

PKN oferuje stopę dywidendy na poziomie 9% w 2023P i 7% w latach 2024-25P. Pomimo znaczących wypłat dla akcjonariuszy obniżamy rekomendację dla akcji spółki z Neutralnie do Niedoważaj, obniżając cenę docelową do 57 zł z 67 zł. To co nas najbardziej niepokoi, to fakt, że firma angażuje kapitał w projekty przynoszące niskie zwroty. Szansa, jaką zapewniają wysokie zyski w latach 2022-25P, prawdopodobnie zostanie niewykorzystana. Obiecane dywidendy wydają się być bezpieczne w latach 2023-25P ponieważ bilans jest obecnie niezadłużony. Brak odpowiedniego zwrotu z ogromnych nakładów inwestycyjnych sprawia jednak, że zyski (i dywidendy) w średnim okresie są zagrożone, szczególnie gdy otoczenie makroekonomiczne wreszcie się znormalizuje.

Gigantyczny capex prowadzi do niewielkiego wzrostu EBITDA. PKN planuje wydać 36 mld zł w 2023P, ale szacujemy, że projekty „rozwojowe” stanowią jedynie 35% całości nakładów inwestycyjnych. Spodziewamy się, że łączne nakłady inwestycyjne PKN w latach 2023-25P przekroczą 110 mld zł ale doprowadzą do wzrostu EBITDA jedynie o ok. 4-4,5 mld zł w 2026P. Naszym zdaniem obecne inwestycje PKN nie będą chronić zysków, gdy sytuacja makro w branży wreszcie się znormalizuje.

Dywidendy mają być finansowane długiem. Prognozujemy, że PKN będzie miał ujemny FCF w latach 2023-25P. Bilans PKN nie jest zadłużony i pozwala na wypłatę obiecanej przez spółkę dywidendy. Jednak szacujemy, że dywidendy będą finansowane długiem, podczas gdy inne spółki z sektora wypłacają dywidendy z FCF. Rosnące zadłużenie i brak istotnego wzrostu EBITDA z bieżących projektów inwestycyjnych sprawia, że średniookresowe zyski PKN (a co za tym idzie dywidendy) są podatne na wpływ czynników makroekonomicznych, które naszym zdaniem powinny w końcu w pełni się znormalizować.

Obniżamy prognozy zysków. Obniżyliśmy nasze oczekiwania EBITDA na rok 2023P do 40 mld zł z 50 mld zł, głównie ze względu na niższe zakładane ceny gazu ziemnego (teraz używamy 55 EUR/MWh). Szacujemy, że zmiana cen gazu ziemnego w Europie o 10 EUR/MWh prowadzi do zmiany EBITDA PKN o ok. 3,7 mld zł. Dobre otoczenie makro w sektorze rafinerijnym wciąż się utrzymuje (spodziewamy się efektywnej marży PKN na poziomie 16 USD/bbl w 2023P), ale wydaje nam się, że stopniowa normalizacja jest nieuchronna. Zwracamy uwagę na oznaki normalizacji na rynkach średnich destylatów, która prowadzi do niższych marż. Nie spodziewamy się, aby PKN generował duże zyski z handlu gazem w 2023P, ponieważ uważamy, że znaczna część dostaw LNG po cenach Henry Hub jest zabezpieczona i przyniesie niewielkie marże. Prognozujemy EBITDA PKN w latach 2024-25P na ok. 40 mld zł rocznie, ale szacunki te są oparte na założeniu utrzymywania się bardzo silnego otoczenia makro w wydobywaniu (cena gazu ziemnego 50 EUR/MWh w latach 2024-25E, znaczna obniżka polskiego podatku od produkcji gazu ziemnego) i rafinacji (efektywne marże na poziomie 10,5 i 6,0 USD/bbl w latach 2024-25P). Dyskutowany przez rząd polski podatek od zysków nadzwyczajnych stanowi ryzyko dla naszych szacunków.

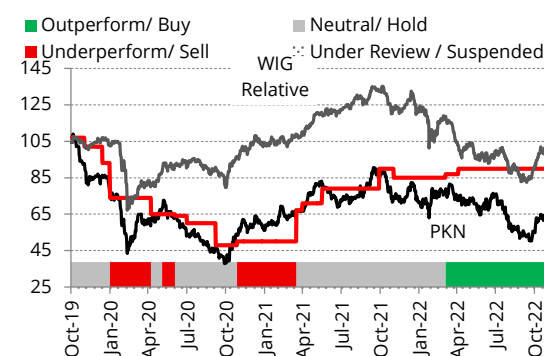
Wycena i ryzyko. Nasza cena docelowa 57 zł (spadek z 67 zł) jest oparta na wycenie DCF i porównawczej z wagami 50/50. Kluczowe ryzyka obejmują kontekst makroekonomiczny w branży (ceny ropy naftowej, ceny gazu ziemnego, marże rafinerijne i petrochemiczne, kurs walutowy) oraz otoczenie regulacyjne (podatki nadzwyczajne, regulacje dotyczące cen energii i gazu ziemnego).

PKN: Podsumowanie finansowe i wskaźniki (rok do grudnia)

PLN mln	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	86 178	131 341	278 509	354 356	321 595	296 839
EBITDA LIFO*	8 348	14 151	38 731	40 217	42 416	37 532
EBITDA	8 445	19 211	50 455	40 217	42 416	37 532
Zysk netto	2 755	11 122	35 331	17 590	18 458	13 217
P/E (x)	9,2	2,8	1,2	4,0	3,8	5,3
EV/ EBITDA LIFO* (x)	5,3	3,5	1,3	2,1	2,2	2,8
Stopa FCF	-9,1%	9,2%	73,5%	-2,4%	-4,0%	-12,6%
Stopa dywidendy	1,7%	4,8%	5,1%	9,2%	6,9%	7,2%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie * przed odpisami

Rekomendacja	Niedoważaj
Cena docelowa (Gru'23 PLN)	57
Cena (PLN, 13 marca 2023)	59,98
Kapitalizacja (PLN mld)	69,6
Free float	50%
Liczba akcji (mln)	1 161



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% głosów
Skarb Państwa	50,0

Źródło: Dane spółki

Opis spółki

PKN Orlen jest zintegrowaną firmą działającą w sektorze paliwowym i energetycznym.

Analitik

Tomasz Krukowski, CFA, Analityk Akcji

+48 22 586 81 55 tomasz.krukowski@santander.pl

Wycena

Obniżyliśmy naszą cenę docelową do 57 zł z 67 zł. Nasza cena docelowa oparta jest na wycenie DCF oraz wycenie porównawczej z wagami 50%/50%.

Fig. 1. PKN: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wartość (PLN)	Waga
DCF	33,8	50%
Metoda wskaźnikowa	80,4	50%
Cena docelowa* (PLN)	57	

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie *UWAGA: zaokrąglone do liczby całkowitej

DCF

PKN wyceniamy metodą DCF na 33,8 zł/akcję. Stosujemy dwuetapowy WACC: 13,0% dla lat 2023-25P (na podstawie CAPM z RFR 7%, ERP 6,0% i betą rynkową 1,2) oraz 11,0% począwszy od 2026P (RFR 5%, pozostałe parametry bez zmian).. Stosujemy stopę wzrostu w długim okresie w wysokości 1%. Brak generacji wolnych przepływów pieniężnych w średnim okresie negatywnie wpływa na naszą wycenę DCF.

Fig. 2. PKN: Podsumowanie DCF

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	LT
Brent (USD/bbl)	80,0	73,0	66,0	62,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Gaz ziemny (EUR/MWh)	55,0	55,0	50,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Efektywna marża rafinerijna (USD/bbl)	16,1	10,5	6,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
USDPLN FX kurs	4,37	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27
USDEUR FX kurs	1,08	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Przerób ropy (kbpd)	184	194	201	210	219	229	240	252
Wydobycie węglowodorów (kbpd)	849	822	822	822	822	822	822	822
EBITDA (PLN mln)	40 217	42 416	37 532	30 690	32 299	34 094	35 811	37 292
NOPAT (PLN mln)	17 994	19 132	13 857	9 845	10 346	11 441	12 522	13 672
D&A (PLN mln)	12 159	14 126	15 920	17 564	18 505	18 840	19 115	19 063
Capex (PLN mln)	36 200	37 860	39 564	34 838	29 870	30 307	27 307	20 307
Zmiana w kap. obrotowym (PLN mln)	5 544	3 276	2 476	404	67	-280	-308	-339
FCF (PLN mln)	-503	-1 326	-7 312	-7 026	-953	-307	4 021	12 089

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena wskaźnikowa

Uważamy, że wycena oparta na wypłatach gotówkowych dla akcjonariuszy, czyli stopie dywidendy, jest obecnie najbardziej aktualna. W ostatnich 10 latach średnia stopa dywidendy w sektorze kształtowała się na poziomie 5%. Zdecydowaliśmy się jednak na użycie mnożnika w wysokości 6% ze względu na wyższe wypłaty w ostatnich latach. Prognozujemy, że PKN wypłaci DPS w wysokości 5,5 zł/akcję w 2023P i 4,15 zł/akcję w 2024E, co implikuje wartość 80,4 zł/akcję.

Fig. 3. PKN: Wycena wskaźnikowa

	2023P	2024P	Średnia
Oczekiwana stopa dywidendy	6,0%	6,0%	
DPS (PLN)	5,50	4,15	
Implikowana cena (PLN)	91,7	69,2	80,4

Źródło: Dane spółki, 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

Dr Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych
Banki, Ubezpieczyciele, Strategia*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

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

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

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, Strategia*

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNINIENIA

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: **PKN Orlen 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: **PKN Orlen 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 świadczono 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/fileserver/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 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 udzieleniu, zachowało należyłą 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. zmienił 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 porównywalnych 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 porównywalnych 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 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 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.

2023 © Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone