

Zobacz różnicę

Utrzymujemy Przeważaj, cena docelowa 178 zł

Należące do TTWO studio Rockstar Games wydaje się być standardem w dostarczaniu na rynek gier najwyższej jakości. Jednak CDR nie pozostaje w tyle z wybitnymi recenzjami dwóch kluczowych IP, co, pod tym względem, plasuje obie firmy wyraźnie powyżej konkurencji. CDR wydaje się podążać ścieżką Rockstara, aby opracować wysokiej jakości produkt typu multiplayer, źródło stałych przychodów (mimo że jest to odległa przyszłość). Pomijając obawy rynku dotyczące rosnących kosztów, struktura kosztów CDR jest zupełnie inna niż TTWO.

W tej nocy porównujemy również CDR do lokalnych, mniejszych konkurentów. Po debiucie Cyberpunka mniejsze spółki były przez lata postrzegane jako bezpieczniejsze. Teraz może się to zmienić, ponieważ gry Triple-A przewyższają wolumeny mniejszych gier na rynku. Co więcej, koszty rosną szybciej w mniejszych firmach, częściowo z powodu dużych opóźnień w procesie produkcji.

Skorygowaliśmy nasze prognozy finansowe, głównie w zakresie amortyzacji i kosztów marketingowych Phantom Liberty, ale nasze prognozy FCF na 2023 r. nie uległy znaczącym zmianom. Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 178 zł i utrzymujemy rekomendację Przeważaj.

Porównanie z Take Two. TTWO i CDR wydają się być najlepszymi producentami gier na świecie pod względem utrzymywania długich cykli życia głównych tytułów. Przedstawiamy dane dotyczące wolumenów kluczowych IP w TTWO, CDR, UBI i EA, począwszy od 5Q po premierze. CDR i TTWO produkują długo sprzedające się gry, podczas gdy wolumeny konkurentów zaczynają wyraźnie spadać. Dane finansowe TTWO pokazują, jak ważne dla twórców gier jest dostarczanie udanych gier multiplayer / online w celu poprawy zysków i generowania FCF.

Porównanie do mniejszych polskich producentów. Oczekujemy, że "odwrócenie losu" dla większych i mniejszych deweloperów w Polsce będzie kontynuowane. Pomimo obaw o rosnące koszty, naszym zdaniem CDR powinien być w stanie wygenerować w tym roku solidne FCF (ponad 250 mln zł). Z drugiej strony, w 3Q23 r. mniejsi twórcy zaczęli wyraźnie zmagać się z rosnącymi kosztami i spadającymi wolumenami.

Cel transakcji M&A? Pan Kiciński, jeden z założycieli CDR, niedawno zmniejszył swój udział w spółce poniżej 10%. Może to być sygnał chęci sprzedaży pozostałych udziałów. Nasze porównanie CDR do TTWO pokazuje, że CDR może być atrakcyjnym celem fuzji i przejęć dla innych graczy w branży. Teoretycznie powolny okres w kalendarzu wydawniczym gier może być idealnym czasem na fuzję i przejęcia, ponieważ wycena CDR powinna rosnąć w miarę zbliżania się do czasu nowej premiery.

Wycena i ryzyko. Podtrzymujemy rekomendację Przeważaj dla CDR z niezmienną ceną docelową na poziomie 178 zł. Ryzyko dla naszej tezy inwestycyjnej obejmuje niższe niż oczekiwane wolumeny w przyszłych grach i rozwój kosztów gotówkowych.

CDR: Podsumowanie finansowe i wskaźniki (rok do grudnia)

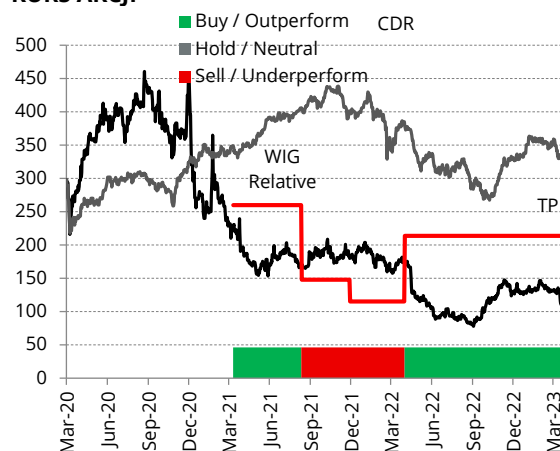
PLNmłn	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 138,9	888,2	952,6	1 140,5	674,8	610,2
EBITDA	1 411,2	319,9	481,0	632,7	240,9	152,6
EBIT	1 157,1	232,9	377,3	415,7	150,9	87,6
Zysk netto	1 150,1	208,9	347,1	406,3	174,2	117,7
P/E (x)	39,4	226,6	30,8	27,5	64,2	95,0
EV/ EBITDA Adj. (x)	7,5	33,8	22,7	17,2	45,0	72,1
Rentowność FCF	-2,0%	0,9%	1,3%	2,4%	0,1%	-1,4%
Stopa dywidendy	0,0%	1,1%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Historyczne wskaźniki wyceny na lata 2020-22 oparte na historycznych średnich cenach

Rekomendacja	Przeważaj
Cena docelowa (Gru2024 zł)	178
Cena (PLN, 1 grudnia 2023)	111
Kapitalizacja (mln zł)*	11,2
Free float (%)	66%
Liczba akcji (mln)*	100,7

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% akcji
M. Iwinski	12,8%
M. Kicinski	9,9%
P. Nielubowicz	6,8%
Inni	70,5%

Źródło: Dane spółki

Opis spółki

CD Projekt jest największym producentem gier w Polsce i jednym z największych na świecie. Dwie z jego największych gier to Wiedźmin i Cyberpunk.

Analityk

Piotr Zielonka, CFA, Analityk akcji

+48 22 534 16 10 piotr.zielonka@santander.pl

Wycena

Nasza cena docelowa dla CDR jest oparta w 100% o model DCF i pozostaje bez zmian na poziomie 178 zł. Nasza wycena opiera się wyłącznie na DCF, nie biorąc pod uwagę porównania z innymi spółkami, ponieważ wyniki CDR w latach 2023-25P nie są porównywalne z innymi spółkami z branży gier ze względu na inny harmonogram nowych premier.

Tab. 1. CDR: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wartość (zł)	Waga
DCF	178,0	100%
Porównawcza	155,0	0%
Cena docelowa* (Gru24, PLN)	178,0	

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, metoda porównawcza przedstawiona jedynie w celach poglądowych *Uwaga: zaokrąglone do liczby całkowitej

DCF

Wyceniamy CDR metodą DCF na 178 zł/akcję. Używamy WACC na poziomie 8,5% w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych z RFR na poziomie 5,0%, ERP na poziomie 3,5% i beta na poziomie 1,0x. Dla założeń końcowych używamy 3% stopy wzrostu do obliczenia EBIT dla CDR.

Tab. 2. CDR: DCF podsumowanie

PLNmIn	2023P	2024P	2025P	2026P	LT
Przychody	1 141	675	610	2 671	1 763
EBIT	416	151	88	1 663	1 248
Stopa podatkowa	10%	10%	10%	10%	10%
NOPAT	374	136	79	1 497	1 123
D&A	232	105	80	222	0
Capex	-289	-342	-373	-389	0
Zmiana in WC	-65	90	33	-176	0
FCF	252	-10	-181	1 154	1 123

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Tab. 3. CDR: Wycena porównawcza (ceny na 1 grudnia 2023)

Nazwa spółki	Waluta	Cena	MCAP PLNmIn	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
				2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
CREEPY JAR	PLN	596,0	417	19,4	37,1	11,0	21,2	47,9	10,5
11BIT	PLN	578,0	1,376	390,9	6,3	10,6	247,9	4,5	6,8
PLAYWAY	PLN	338,5	2,234	19,0	23,4	28,3	15,7	16,5	22,4
MEDIANA				19,4	23,4	11,0	21,2	16,5	10,5

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 4. CDR: Założenia, prognozy, wskaźniki

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,74	11,42	2,07	3,45	4,03	1,73	1,17
DPS (PLN)	1,00	0,00	5,00	1,00	0,99	0,00	0,00
BVPS (PLN)	10,98	21,67	18,80	20,18	23,23	24,96	26,12
Ilość akcji (mln)	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7
Kapitalizacja (PLN mln)	37 273	45 332	47 347	10 678	11 182	11 182	11 182
EV (PLN mln)	36 811	44 517	46 410	9 812	10 146	10 133	10 290
P/E (x)	212,6	39,4	226,6	30,8	27,5	64,2	95,0
P/BV (x)	33,7	20,8	25,0	5,3	4,8	4,4	4,2
Wskaźnik dywidendy	0,3%	0,0%	1,1%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%
Wskaźnik FCF (x)	-7,4%	-2,0%	0,9%	1,3%	2,4%	0,1%	-1,4%
EV/P (x)	70,6	20,8	52,3	10,3	8,9	15,0	16,9
EV/EBITDA (x)	53,1	7,5	33,8	22,7	17,2	45,0	72,1

Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	521	2 139	888	953	1 141	675	610
EBITDA	210	1 411	320	481	633	241	153
D&A	29	254	87	104	217	90	65
EBIT	180	1 157	233	377	416	151	88
Koszty finansowe	9	8	-14	16	36	43	43
Zysk brutto	189	1 165	219	393	451	194	131
Podatek	14	15	10	46	45	19	13
Zyski mniejszości	0	0	0	0	0	0	1
Zysk netto	175	1 150	209	347	406	174	118
Marża EBITDA	40,2%	66,0%	36,0%	50,5%	55,5%	35,7%	25,0%
Marża EBIT	34,6%	54,1%	26,2%	39,6%	36,4%	22,4%	14,4%
Marża netto	33,6%	53,8%	23,5%	36,4%	35,6%	25,8%	19,3%

Bilans	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
PPE	105	105	115	145	145	145	145
Goodwill	0	0	0	0	0	0	1
Aktywa nieoperacyjne	386	407	350	473	545	796	1 104
Inne aktywa trwałe	188	248	440	502	502	502	502
Gotówka	482	834	984	895	1 064	1 077	920
Pozostałe aktywa obrot.	243	1 296	269	259	302	198	165
Aktywa łącznie	1 404	2 890	2 159	2 274	2 558	2 718	2 837
Kapitał własny	1 106	2 183	1 894	2 033	2 340	2 514	2 632
Mniejszości	0	0	0	0	0	0	1
Zadłużenie	20	19	47	28	28	28	28
Pozostałe zobowiązania	279	688	217	212	190	176	176
Zobowiązania łącznie	1 404	2 890	2 159	2 274	2 558	2 718	2 837
Dług netto	-462	-815	-937	-866	-1 036	-1 049	-892
Dług netto od EBITDA (x)	-2,2	-0,6	-2,9	-1,8	-1,6	-4,4	-5,8

Zestawienie Cash flow	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Operacyjny CF	217	712	968	406	573	370	230
Inwestycyjny CF	-164	-106	-614	-336	-304	-357	-388
FCF przed dywidendą	52	605	354	70	270	13	-157
Dywidenda	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie *Uwaga: wyłącznie szacunki Santander Biuro Maklerskie.

Tezy inwestycyjne

- CDR jest jednym z największych na świecie deweloperów gier z dwoma franczyzami: Wiedźmin i Cyberpunk 2077.
- Strategia CDR zakłada budowę wersji multiplayer swoich głównych tytułów. Potencjalny sukces wersji multiplayer może sprawić, że wyniki finansowe spółki będą z czasem znacznie bardziej stabilne.

Wycena

- Nasza cena docelowa 178 zł bazuje na modelu DCF. Używamy modelu DCF jako jedyne sposobu wyceny spółek z sektora ze względu na dużą zmienność wyników spółek (zależną od terminów premier gier). Z tego względu wycena porównawcza jest używana jako metoda pomocnicza i przedstawiana w celach poglądowych.
- CDR jest notowany na wskaźniku FCF 2,4% na 2023P.

Ryzyka

- Niższe od oczekiwanych wolumeny w przyszłych grach.
- Wyższe od oczekiwanych koszty rozwoju.

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, *Menadżer 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*

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: **CD Projekt 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: **CD Projekt 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 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. 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 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 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