

CEE Equity Research

Wydobycie węgla, Polska

4 września 2024 08:05 CET

Akcelerator spalania gotówki

Rekomendacja Niedoważaj, cena docelowa obniżona do 7 zł

Chiński segment stalowy stoi w obliczu ogromnego spowolnienia, co podkreśla największy lokalny producent stali Baowu. Wraz ze spadającym prawdopodobieństwem wystąpienia zjawiska klimatycznego La Nina, nastąpił spadek benchmarków węgla metylowego poniżej 200 USD/t. Wyliczamy, że może to spowodować, że EBITDA JSW w 3/4Q24E będzie na poziomie zaledwie 0,3 mld PLN, co sugeruje spalanie +0,5 mld zł gotówki, a wszystko to przy optymistycznym założeniu wzrostu produkcji węgla w 2H24. Od kilku miesięcy nowy zarząd nie przedstawił planów restrukturyzacji kosztów operacyjnych, a czas (i ceny węgla) działa na niekorzyść JSW, podkreślamy. Aktualizacja strategii (początek 2025P?), rygorystyczne wdrożenie CBAM (przełom 2025/26) i potężny australijski cyklon (w dowolnym momencie) mogą przynieść korzyści, ale ułatwienia UE w zakresie „zielonej stali” lub zdarzenia geologiczne stanowią codzienne istotne ryzyko spadków.

Pogarszające się fundamenty. Największy na świecie producent stali (chiński Baowu) prowadzi do kryzysu przemysłu stalowego w Chinach, który może potencjalnie rozprzestrzenić się na cały świat i pogrążyć sektor w głębszym spowolnieniu. Chiny potroili import węgla (z Rosji i Mongolii), którego cena wynosi 150 USD/t. Segment nieruchomości w Chinach i USA spadają, podobnie jak lokalny popyt na stal i jej ceny. Co więcej, wydaje się, że La Nina (wspierająca ceny węgla) zniknie na co najmniej rok. Unijni producenci stali zwracają się do UE o wprowadzenie obowiązku zakupu „zielonej stali”: pasowałoby to do polityki UE, ale także byłoby szkodliwe dla popytu na stal opalaną węglem.

Zniechęcające perspektywy kwartalne? Ceny węgla spadły o 50 USD/t w ciągu miesiąca, a w nadchodzących miesiącach spadną poniżej 200 USD/t. Powinno to mieć silny negatywny wpływ na benchmarki JSW na 3Q/4Q24P, które prognozujemy na poziomie 0,9 tys. zł/t i 0,8 tys. zł/t (przed potencjalnymi rabatami), przy czym ten drugi wskaźnik spadł o 38% wobec 1Q2024. Obliczamy, że tak drastyczny spadek wartości podstawowego produktu JSW powinien obniżyć kwartalną EBITDA do ~ 0,3 mld zł kwartalnie. Oznaczałoby to stałe spalanie gotówki w wysokości 0,5 mld zł kwartalnie. W naszych obliczeniach zakładamy, że spółka realizuje oficjalną prognozę 13 mln ton węgla, co stanowi optymistyczny scenariusz.

Ogromny długoterminowy potencjał wzrostu z restrukturyzacją? Spółka milczy na temat swoich planów restrukturyzacyjnych. Przyznajemy, że znaczne cięcia kosztów operacyjnych mogłyby przynieść JSW przyzwoity wzrost, ale czas (i globalne perspektywy węgla) działają na niekorzyść spółki. Przyznajemy jednak, że wieloletnie gwarancje zatrudnienia powinny stanowić wyzwanie dla wszelkich zmian, nie wspominając o prawdopodobnym bardzo silnym oporze związków zawodowych JSW.

Ryzyka dla naszej rekomendacji. Geologia, wolumeny wydobycia i kurs USDPLN stanowią naszym zdaniem kluczowe ryzyka dla JSW. Spadające prawdopodobieństwo La Niña jest negatywne. Jakikolwiek dalsze osłabienie chińskiej gospodarki lub utrzymujący się globalny kryzys mieszkaniowy stanowią czynniki ryzyka. Każde nagłe zdarzenie klimatyczne może mieć pozytywny wpływ. Wdrożenie CBAM przez UE może przynieść znaczące korzyści, podobnie jak postrzeganie JSW jako celu do przejęcia. Ryzyko wzrostowe stwarza również optymistyczna aktualizacja długoterminowej strategii.

Prognozy, wycena, rekomendacja. Spadające ceny węgla sprawiają, że znacząco obniżamy nasze prognozy, a brak nadziei na La Nina powoduje zmianę naszego podstawowego scenariusza na mniej optymistyczny (długoterminowa cena węgla na poziomie 218 USD/t). Pomimo zakładanych pewnych wysiłków w zakresie ograniczania kosztów operacyjnych, wyżej wspomniane czynniki obniżają wycenę DCF do 1 zł, a wycena porównawcza spada o 75% do 19 zł na akcję. Ponieważ nowa mieszana TP spada do 7 zł za akcję, utrzymujemy rekomendację Niedoważaj.

JSW: Podsumowanie finansowe (rok do grudnia, scenariusz bazowy)

PLNmłn	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	10 629	20 199	15 338	12 093	11 956	12 273
EBITDA	2 483	10 564	4 213	1 250	675	907
EBIT	1 263	9 336	2 363	-2 685	-1 360	-1 228
Zysk netto	904	7 561	997	-2 289	-1 215	-1 124
P/E (x)	5,0	0,8	5,4	-1,3	-2,5	-2,7
EV/EBITDA* (x)	3,2	0,1	0,5	1,6	6,1	6,8
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stopa FCF	-2,2%	133,5%	-19,7%	-80,5%	-71,9%	-68,8%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, *zawiera prowizję

Rekomendacja Niedoważaj

Cena Docelowa [zł, Grudzień 2025] 7

Cena (PLN, 3 września 2024)	25,6
Kapitalizacja (PLNmłn)	3 005
Free float (%)	44,8
Liczba akcji (mln)	117,4

Poprzedni raport opublikowany 29 maja 2024r.:

Rekomendacja	Niedoważaj
TP (PLN, gru'24)	26

Co się zmieniło

- TP obniżona do 7 zł z 26 zł, rekomendacja Niedoważaj utrzymana
- Problemy makroekonomiczne są realne... Chińska gospodarka wydaje się pogrążyć, a segment nieruchomości, popyt na stal i ceny stali / koksu / węgla znajdują się w fazie spowolnienia;
- ...a klimat nie jest sprzyjający. Szanse na wystąpienie La Nina spadły poniżej prognozy 50%, zmniejszając prawdopodobieństwo utrzymujących się warunków zakłócających podaż węgla przez co najmniej rok;
- Pogarszające się perspektywy finansowe. Ceny węgla spadły o 20% w ciągu jednego miesiąca do poziomu poniżej 200 USD/t. W takim otoczeniu widzimy, że EBITDA JSW w 3Q/4Q24E wyniesie ~0,3 mld zł, spalanie gotówki ~0,5 mld zł, a wszystko to przy pozornie optymistycznych założeniach geologicznych;
- Minęło kilka miesięcy, ale nowy zarząd nie przedstawił żadnych planów restrukturyzacji kosztów operacyjnych. Zamiast tego JSW będzie musiała zwiększyć nakłady inwestycyjne na zakład odsalania;
- Chińskie / Indyjskie załamanie makro, umacniający się złoty, spadający popyt na stal w UE i globalny kryzys mieszkaniowy stanowią kluczowe czynniki negatywne dla JSW. Optymistyczna strategia, wdrożenie CBAM może stanowić plusy, które mogą zostać łatwo zanegowane przez wydarzenia geologiczne lub potencjalne dotacje UE na „zieloną stal”.



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy % głosów

Skarb Państwa	55,2
---------------	------

Źródło: Dane spółki

Opis spółki

Największy w Europie producent węgla koksowego, a także jeden z największych europejskich producentów koksu.

Analityk

Paweł Puchalski, CFA

Analityk akcji

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

Wycena

Wycena DCF

W niniejszym raporcie utrzymujemy nasz krótkoterminowy wskaźnik RFR na lata 2024-25P na poziomie 6,0%, a długoterminowe założenia na poziomie 5,0%.

Tab. 1. JSW: Założenia WACC

	Lata 2024-25P	Lata 2026P i kolejne
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,20	1,20
Beta lewarowana	1,55	1,55
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%
Koszt kapitału własnego	15,3%	14,3%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	5,0%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%
Stopa podatkowa	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	4,9%
%KO	26%	26%
%KW	74%	74%
WACC	12,8%	11,8%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 2. JSW: Wycena DCF (Zwykły scenariusz, prawdopodobieństwo 52%)

PLNmłn	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	15 338	12 093	11 956	12 273	12 265	12 280	12 295	12 310	12 325	12 341
EBIT	2 363	-2 685	-1 360	-1 228	-1 469	-1 649	-1 791	-1 925	-2 068	-2 217
Podatek od EBIT	2 031	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	332	-2 685	-1 360	-1 228	-1 469	-1 649	-1 791	-1 925	-2 068	-2 217
Amortyzacja	1 681	3 935	2 035	2 135	2 235	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335
Zmiana w kapitale pracującym	70	-82	-27	-10	0	0	0	21	-6	11
Nakłady kapitałowe	4 390	4 000	3 000	3 081	3 164	3 250	3 339	3 430	3 430	3 430
Wolne przepływy pieniężne	-2 447	-2 668	-2 297	-2 164	-2 398	-2 564	-2 795	-3 041	-3 157	-3 323
WACC		12,8%	12,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
PV FCF 2024-2032P	-13 882									
Wzrost terminalny	-2,0%									
Wartość rezydualna (TV)	-12 565									
PV TV	-4 519									
Wartość przedsiębiorstwa	-18 401									
Dług netto*	-6 455									
Konieczny kapitał zewnętrzny	12 035									
Wartość kapitału własnego	89									
Liczba akcji (mln)	117,4									
Wartość na jedną akcję (PLN, styczeń 2024)	0,8									
Cena Docelowa (PLN, grudzień 2025)	1,0									

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, zakładając cenę węgla koksującego 218 USD/t od 1Q2026P

* Dług netto 2023, skorygowany o 1) mniejszości, 2) 175 mln zł potencjalnie bezzwrotnej pożyczki od PFR, 3) dodatnią wartość zapasów koks/węgla, nieskorygowaną o rezerwy, 4) ryzyko metanowe (130 mln zł, prawdopodobieństwo ryzyka metanowego 5%).

Tab. 3. JSW: Wycena DCF (Scenariusz La Niña, prawdopodobieństwo 48%)

PLNmIn	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	15 338	12 094	12 677	13 786	13 977	14 199	14 430	14 669	14 832	14 849
EBIT	2 363	-2 684	-439	199	26	43	99	171	159	7
Podatek od EBIT	2 031	0	0	14	0	0	0	2	0	0
NOPAT	332	-2 684	-439	185	26	43	99	170	159	7
Amortyzacja	1 681	3 935	2 035	2 135	2 235	2 335	2 335	2 335	2 335	2 335
Zmiana w kapitale pracującym	70	-81	41	30	20	21	8	-52	11	25
Nakłady kapitałowe	4 390	4 000	3 000	3 081	3 164	3 250	3 339	3 430	3 430	3 430
Wolne przepływy pieniężne	-2 447	-2 668	-1 445	-791	-923	-893	-913	-873	-947	-1 113
WACC		12,8%	12,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
PV FCF 2023-2032P	-6 757									
Wzrost terminalny	-2,0%									
Wartość rezydualna (TV)	-104									
PV TV	-37									
Wartość przedsiębiorstwa	-6 794									
Dług netto*	-6 457									
Konieczny kapitał zewnętrzny	425									
Wartość kapitału własnego	88									
Liczba akcji (mln)	117,4									
Wartość na jedną akcję (PLN, styczeń 2024)	0,7									
Cena Docelowa (PLN, grudzień 2024)	1,0									

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, zakładając cenę węgla koksującego 270 USD/t od 1Q2026P

* Dług netto 2023, skorygowany o 1) mniejszości, 2) 175 mln zł potencjalnie bezzwrotnej pożyczki od PFR, 3) dodatnią wartość zapasów koksu/węgla, nieskorygowaną o rezerwy, 4) ryzyko metanowe (130 mln zł, prawdopodobieństwo ryzyka metanowego 5%).

W naszym modelu wyceny porównawczej porównujemy JSW do Warrior Met Coal oddzielnie, ze względu na podobieństwo biznesowe tych dwóch spółek (koncentracja na węglu metalurgicznym). Nadal stosujemy wagę 40% dla Warrior Met Coal i po 30% dla pozostałych spółek porównywalnych z rynków rozwiniętych/wschodzących.

Wraz z dwoma scenariuszami przedstawiamy również wyniki wyceny porównawczej dla scenariuszy „regularnych” i „La Niña” osobno.

Tab. 4. JSW: Wycena porównawcza

Spółka	P/E			EV/EBITDA			P/CE		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Warrior Met Coal	8,9	8,1	7,8	4,7	4,3	4,1	6,0	5,8	5,3
Kopalnie w krajach rozwiniętych									
CNX Resources Corp	18,7	13,7	10,6	6,7	5,8	5,4	4,7	4,9	5,0
Anglo American PLC	13,7	12,5	9,9	5,4	5,3	4,9	4,6	4,6	4,1
SunCoke Energy Inc	9,7	12,9	13,2	4,7	5,1	5,1	3,8	4,0	4,0
Teck Resources Ltd	26,1	24,6	21,8	8,1	9,1	8,5	7,3	9,0	7,9
BHP Group Ltd	9,8	10,3	10,9	5,1	5,0	5,2	5,5	5,5	5,6
Mediana	13,7	12,9	10,9	5,4	5,3	5,2	4,7	4,9	5,0
Kopalnie w krajach wschodzących									
China Coal Energy	6,1	6,1	6,0	4,5	4,5	4,5	6,3	6,4	6,4
Bukit Asam	7,2	7,0	7,4	4,0	4,2	3,7	4,6	4,9	4,3
Banpu	29,7	8,8	10,6	6,9	6,2	6,0	1,8	1,6	1,6
China Shenhua Energy	13,2	13,0	12,8	6,3	6,4	6,4	9,3	9,3	9,3
Adaro Energy	6,1	6,6	6,8	3,1	3,3	3,3			
Indo Tambangraya	5,5	6,6	7,9	2,2	2,8	3,2			
Mediana	6,6	6,8	7,7	4,2	4,4	4,1	5,5	5,7	5,3

Źródło: konsensus szacunków Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie, ceny akcji na dzień 3 września 2024 r.

Tab. 5. JSW: Implikacje do wyceny metodą mnożnikową (PLN/akcję) – (Scenariusz La Niña, prawdopodobieństwo 48%)

		P/E	EV/EBITDA	P/CE	Średnia
		2024-26P	2024-26P	2024-26P	2024-26P
Warrior Met	40%	-52,0	95,4	80,1	41,2
Rynki Rozwinięte	30%	-80,3	108,0	68,8	32,2
Rynki Wschodzące	30%	-40,9	93,4	77,4	43,3
Razem		-57,2	98,6	75,9	39,1

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 5. JSW: Implikacje do wyceny metodą mnożnikową (PLN/akcję) – (Zwykły scenariusz, prawdopodobieństwo 52%)

		P/E	EV/EBITDA	P/CE	Średnia
		2024-26P	2024-26P	2024-26P	2024-26P
Warrior Met	40%	-110,7	70,0	56,9	5,4
Rynki Rozwinięte	30%	-168,5	76,7	47,7	-14,7
Rynki Wschodzące	30%	-91,2	68,1	54,1	10,3
Razem		-122,2	71,4	53,3	0,8

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

DCF pozostaje naszym preferowanym narzędziem wyceny, ponieważ w większym stopniu opiera się na długoterminowych perspektywach spółki. Zmiany wyników finansowych lub zmiany preferencji inwestorów napędzają wycenę porównawczą, którą postrzegamy jako wspierającą metodologię wyceny DCF. W związku z tym przypisujemy 70% wagi wycenie DCF i 30% wycenie porównawczej.

Podsumowanie wyceny

Bardzo silna obniżka benchmarków węgla metylowego spowodowała spadek wyceny JSW w oparciu o DCF, dlatego uważamy, że spółka wymagałaby refinansowania ze strony państwa nawet przy najbardziej optymistycznym scenariuszu (węgiel metylowy po 270 USD/t). Również zakładane przez nas znaczące cięcia w naszych prognozach osłabiają wycenę porównawczą JSW.

W naszych modelach założyliśmy, że koszty osobowe pozostaną na niezmiennym poziomie od 3Q2025P, co stanowi maksymalny zysk z restrukturyzacji, jaki może uzyskać obecny zarząd. Ponadto poprzednio przyjęty przez nas scenariusz główny (La Nina) staje się naszym scenariuszem alternatywnym z prawdopodobieństwem 48% (wobec 62% poprzednio), zastępując poprzedni scenariusz alternatywny (prawdopodobieństwo 52%, poprzednio 38%).

Tab. 6. JSW: Zmiany w prognozach **

Wycena na akcję (PLN)	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF (zwykły scenariusz, prawdopodobieństwo 52%)	1	1	0%
Wycena DCF (scenariusz La Niña, prawdopodobieństwo 48%)	1	8	-84%
Wycena DCF ważona	1	5	-76%
Wycena porównawcza (zwykły scenariusz, prawdopodobieństwo 52%)	1	41	-98%
Wycena porównawcza (scenariusz La Niña, prawdopodobieństwo 48%)	39	97	-60%
Ważona wycena porównawcza ważona (w oparciu o 2024-26P)	19	76	-75%
Wycena mieszana**	7	26	-75%

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

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 Kyrz, *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: **Jastrzębska Spółka Węglowa SA, Lubelski Węgiel Bogdanka 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: **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 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, 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 należytą 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 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 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.

©2024 Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone