

## W coraz lepszej formie

### Benefit Systems: Reinicjacja do Kupuj. TP 1 344 zł

Reinicjujemy pokrycie spółki z 12M ceną docelową z 1344 PLN i rekomendacją Kupuj. Firma osiągnęła dobre wyniki w 1H18 i spodziewamy się, że przyszłe wyniki nadal będą znakomite. Obecnie spółka notowana jest na względnie wysokim 2018P P/E na poziomie 22,9, ale dzięki świetnemu wzrostowi kart sportowych (+ 115 tys. r/r w Polsce i + 81 tys. r/r za granicą w 2018 r.), sprzyjającym warunkom rynkowym, rosnącej aktywności sportowej, śmiałej i przemyślanej ekspansji zagranicznej, a wreszcie rozwojowi sieci klubów fitness, Benefit oferuje wzrost EBITDA o 23% i 21% w odpowiednio 2018P i 2019P. Środki zgromadzone w ostatniej emisji akcji, wraz z solidnym operacyjnym CF, powinny z łatwością pokryć program inwestycyjny spółki, który przyczyni się do dalszego rozwoju podstawowego produktu - kart sportowych. Wejście do Chorwacji i Grecji powinno przyspieszyć ekspansję zagraniczną, ponieważ oba rynki dobrze wpisują się w strategię Benefit.

**Karty sportowe w Polsce i fitness.** Firma jest beneficjentem obecnego wzrostu popularności zajęć sportowych i rosnących wydatków na świadczenia pracownicze. Dzięki szerokiej dostępności różnorodnych obiektów sportowych dalszy rozwój kart sportowych w Polsce wydaje się niezagrożony. Poprawa wyników rozpatrywanych łącznie kart sportowych i segmentu fitness dowodzi, że firma znajduje się na dobrej drodze do rozwoju swojej oferty. Konsekwentne inwestycje w segmencie fitness przyniosą owoce i wspierają działalność segmentu kart sportowych. Dalsze plany rozwoju bazy klubów fitness powinny zapewnić dalszy wzrost. Korzyści prawdopodobnie przyczynią się do dwucyfrowego wzrostu liczby kart w Polsce w nadchodzących latach. Oczekujemy 980 tys. użytkowników kart sportowych Benefit do końca 2018 roku w Polsce (+ 115 tys. r / r) i ponad 1,09 mln na koniec 2019 roku. Rentowność segmentu powinna pozostać niezmienna (zakładamy c27% marży brutto w długim terminie) dzięki m.in. spadającemu udziałowi tzw. Heavy users. Wysoki odsetek nowych klubów w ogólnej bazie powinien w nadchodzących latach utrzymać wyniki operacyjne segmentu fitness na minusie. Zakładamy, że marża dla segmentu kart i fitness w Polsce rozpatrywanego razem będzie oscylować w perspektywie długoterminowej na poziomie 23-24%.

**Operacje zagraniczne.** Wyższe inwestycje w lokalne struktury sprzedaży powinny zaowocować 81 tys. nowych kart w 2018P vs 70 tys. w 2017 roku. Potencjał rozwoju bazy klientów wydaje się ogromny, ponieważ w 2017 roku tylko 1,8% potencjalnej grupy klientów posiadało kartę sportową - poziom widoczny w Polsce w 2009 r. (obecnie 8,5%). Rozwój działalności zagranicznej powinien jeszcze przyspieszyć od 2019 roku w miarę, jak firma wchodzi na dwa nowe rynki - Chorwację i Grecję. Oba rynki mają bardzo dobre perspektywy, zauważamy, że duża część ludności mieszka w dużych miastach i oba spełniają wymogi sukcesu koncepcji kart sportowych. Straty w operacjach zagranicznych wydają się nieuchronne w rozwoju szybko rosnącego produktu za granicą w nadchodzących latach.

**Silne przepływy operacyjne i poprawa wyników.** Znakomite wyniki działalności związanej z kartami sportowymi, rozwój własnej sieci klubów fitness i ekspansja zagraniczna powinny umożliwić firmie utrzymanie dwucyfrowego tempa wzrostu sprzedaży w ciągu najbliższych sześciu lat. Szacujemy, że EBITDA spółki powinna osiągnąć 192 mln PLN (+ 23% R / R) i 232 mln PLN (+ 21% R / R) odpowiednio w 2018 roku i 2019. Podstawowa działalność spółki powinna generować wysokie operacyjne przepływy, co powinno pozwolić spółce utrzymać wysokie wynagrodzenie akcjonariuszy (skup akcji powyżej 50% zysków).

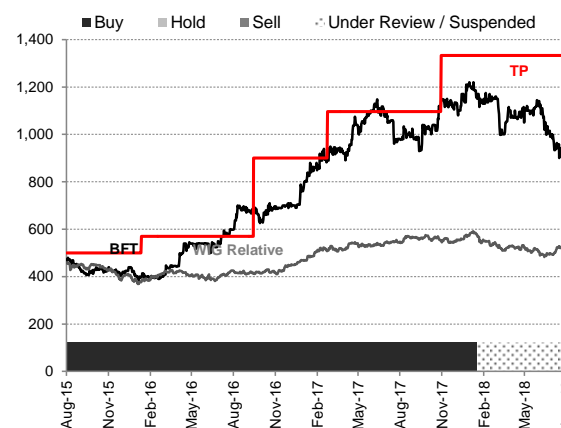
**12M TP dla Systemów Benefit ustalono na 1 344 PLN**, w oparciu o model DCF (1 417 PLN, 75% waga) i porównanie z jego międzynarodowymi spółkami porównawczymi (1 126 PLN, 25% wagi).

#### Benefit: Podsumowanie finansowe

| PLNmnn        | 2016  | 2017  | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   |
|---------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Sprzedaż      | 743.8 | 964.8 | 1 206.0 | 1 446.1 | 1 675.7 | 1 909.6 |
| EBITDA        | 116.9 | 155.5 | 191.6   | 231.9   | 265.7   | 326.4   |
| EBIT          | 93.2  | 121.4 | 154.1   | 182.6   | 209.4   | 261.0   |
| Zysk netto    | 80.6  | 88.1  | 112.5   | 135.5   | 156.4   | 195.9   |
| P/E (x)       | 29.8  | 27.9  | 22.9    | 19.7    | 17.0    | 13.8    |
| EV/EBITDA (x) | 21.5  | 16.9  | 14.2    | 11.8    | 10.2    | 8.5     |

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

| Rekomendacja                 | Kupuj    |
|------------------------------|----------|
| 12M Cena docelowa            | 1 344 zł |
| Cena (PLN, 18 Września 2018) | 938      |
| Kapitalizacja (PLNmnn)       | 2630     |
| Free float (%)               | 69.4%    |
| Liczba akcji (mn)            | 2.96     |



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG. Dnia 18/09/2018, kurs indeksu WIG zamknął się na poziomie 57,527.82.

| Główni udziałowcy                          | % głosów |
|--|----------|
| Van Bergh, Benefit Inv., Fund Benefit Sys. | 40.5     |
| Marek Kamola                               | 8.9      |
| Metlife OFE                                | 7.9      |
| NN OFE                                     | 5.3      |
| Invesco Ltd.                               | 5.2      |

Źródło: gpw.pl

#### Opis spółki

Benefit Systems oferuje rozwiązania w zakresie systemów świadczeń dodatkowych, w tym wydarzeń sportowych, rekreacyjnych i kulturalnych, a także dostosowane do potrzeb systemy świadczeń elastycznych.

#### Analitik

##### Grzegorz Balcerski,

Makler papierów wartościowych, Doradca inwestycyjny

+48 22 534 16 10 [grzegorz.balcerski@santander.pl](mailto:grzegorz.balcerski@santander.pl)

## Prognozy i wycena

Fig. 1. Benefit Systems: Zmiany w prognozach

|                   | 2018P   |            |        | 2019P   |            |        | 2020P   |            |        |
|-------------------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|
|                   | Nowe    | Poprzednie | Zmiana | Nowe    | Poprzednie | Zmiana | Nowe    | Poprzednie | Zmiana |
| <b>Sprzedaż</b>   | 1 206.0 | n.a.       | n.a.   | 1 446.1 | n.a.       | n.a.   | 1 675.7 | n.a.       | n.a.   |
| <b>EBITDA</b>     | 191.6   | n.a.       | n.a.   | 231.9   | n.a.       | n.a.   | 265.7   | n.a.       | n.a.   |
| <b>EBIT</b>       | 154.1   | n.a.       | n.a.   | 182.6   | n.a.       | n.a.   | 209.4   | n.a.       | n.a.   |
| <b>Zysk netto</b> | 112.5   | n.a.       | n.a.   | 135.5   | n.a.       | n.a.   | 156.4   | n.a.       | n.a.   |

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 2. Benefit Systems: założenia

|  | 2016       | 2017       | 2018P        | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|--|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Karty sportowe - Polska</b>                   |            |            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba aktywnych kart (tys.)                     | 744        | 866        | 981          | 1 086        | 1 186        | 1 276        | 1 356        | 1 426        | 1 486        | 1 536        | 1 576        | 1 606        |
| Przyrost (tys.)                                  | 131        | 121        | 115          | 105          | 100          | 90           | 80           | 70           | 60           | 50           | 40           | 30           |
| Wzrost r/r                                       | 21.3%      | 16.3%      | 13.3%        | 10.7%        | 9.2%         | 7.6%         | 6.3%         | 5.2%         | 4.2%         | 3.4%         | 2.6%         | 1.9%         |
| ARPU (PLN)                                       | 75.4       | 76.1       | 76.6         | 77.2         | 77.7         | 78.3         | 78.8         | 79.4         | 80.0         | 80.6         | 81.1         | 81.7         |
| Przychody (PLNm)                                 | 621        | 731        | 846          | 957          | 1 059        | 1 156        | 1 245        | 1 325        | 1 397        | 1 460        | 1 514        | 1 560        |
| Zysk brutto (PLNm)                               | 167        | 191        | 244          | 277          | 301          | 328          | 347          | 363          | 383          | 400          | 415          | 427          |
| Marża brutto                                     | 26.9%      | 26.2%      | 28.9%        | 28.9%        | 28.4%        | 28.4%        | 27.9%        | 27.4%        | 27.4%        | 27.4%        | 27.4%        | 27.4%        |
| EBIT (PLNm)                                      | 116        | 132        | 181          | 207          | 224          | 245          | 260          | 271          | 286          | 299          | 310          | 319          |
| <b>Karty sportowe - rynki zagraniczne</b>        |            |            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba aktywnych kart (tys.)                     | 61         | 131        | 212          | 301          | 408          | 517          | 622          | 726          | 831          | 935          | 1040         | 1144         |
| Przyrost (tys.)                                  | 36         | 70         | 81           | 89           | 107          | 110          | 105          | 105          | 105          | 105          | 105          | 105          |
| Wzrost r/r                                       | 149.8%     | 116.0%     | 61.8%        | 42.0%        | 35.4%        | 26.9%        | 20.2%        | 16.8%        | 14.4%        | 12.6%        | 11.2%        | 10.1%        |
| ARPU (PLN)                                       | 85.0       | 80.9       | 83.8         | 79.2         | 78.7         | 78.3         | 78.8         | 79.4         | 80.0         | 80.6         | 81.1         | 81.7         |
| Przychody (PLNm)                                 | 41         | 92         | 204          | 296          | 399          | 514          | 634          | 751          | 868          | 983          | 1 097        | 1 211        |
| Zysk brutto (PLNm)                               | 11         | 20         | 38           | 57           | 78           | 103          | 131          | 159          | 188          | 218          | 248          | 280          |
| Marża brutto                                     | 28.0%      | 22.0%      | 18.6%        | 19.1%        | 19.6%        | 20.1%        | 20.6%        | 21.1%        | 21.6%        | 22.1%        | 22.6%        | 23.1%        |
| EBIT (PLNm)                                      | -2         | -5         | -11          | -8           | -2           | 11           | 30           | 47           | 68           | 91           | 115          | 142          |
| <b>Cafeteria</b>                                 |            |            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba użytkowników (tys.)                       | 235        | 297        | 352          | 392          | 429          | 463          | 494          | 522          | 547          | 569          | 588          | 604          |
| Przyrost (tys.)                                  | 57         | 61         | 55           | 40           | 37           | 34           | 31           | 28           | 25           | 22           | 19           | 16           |
| Wzrost r/r                                       | 31.9%      | 26.0%      | 18.5%        | 11.4%        | 9.5%         | 7.9%         | 6.7%         | 5.7%         | 4.8%         | 4.0%         | 3.3%         | 2.7%         |
| Przychody (PLNm)                                 | 40         | 67         | 62           | 72           | 79           | 86           | 92           | 98           | 103          | 107          | 111          | 115          |
| Zysk brutto (PLNm)                               | 13         | 23         | 21           | 24           | 27           | 29           | 31           | 33           | 35           | 36           | 38           | 39           |
| Marża brutto                                     | 32.6%      | 34.5%      | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        | 33.8%        |
| EBIT (PLNm)                                      | 3          | 13         | 10           | 12           | 14           | 15           | 17           | 19           | 20           | 21           | 22           | 22           |
| <b>Fitness</b>                                   |            |            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Powierzchnia sprzedaży EOP (m <sup>2</sup> tys.) | 58         | 97         | 152          | 174          | 197          | 214          | 231          | 248          | 266          | 271          | 277          | 283          |
| Średnia pow. sprzedaży (m <sup>2</sup> tys.)     | 48         | 78         | 128          | 163          | 186          | 206          | 223          | 240          | 257          | 268          | 274          | 280          |
| Średni wzrost pow. sprzedaży r/r                 | 57.2%      | 66.6%      | 56.3%        | 15.0%        | 13.1%        | 8.7%         | 8.0%         | 7.4%         | 6.9%         | 2.1%         | 2.1%         | 2.1%         |
| Przychody (PLNm)                                 | 77         | 180        | 251          | 325          | 370          | 410          | 444          | 478          | 512          | 535          | 547          | 558          |
| Wzrost r/r                                       | 75.1%      | 135.5%     | 39.3%        | 29.5%        | 14.0%        | 10.7%        | 8.3%         | 7.7%         | 7.1%         | 4.4%         | 2.1%         | 2.1%         |
| Zysk brutto (PLNm)                               | 12         | 27         | 28           | 37           | 45           | 54           | 63           | 68           | 73           | 76           | 78           | 79           |
| Marża brutto                                     | 15.8%      | 15.0%      | 11.2%        | 11.2%        | 12.2%        | 13.2%        | 14.2%        | 14.2%        | 14.2%        | 14.2%        | 14.2%        | 14.2%        |
| EBIT (PLNm)                                      | -9         | -11        | -10          | -13          | -11          | -8           | -4           | -4           | -5           | -5           | -5           | -5           |
| <b>Przychody ogółem</b>                          | <b>742</b> | <b>965</b> | <b>1 206</b> | <b>1 446</b> | <b>1 676</b> | <b>1 910</b> | <b>2 137</b> | <b>2 354</b> | <b>2 560</b> | <b>2 752</b> | <b>2 927</b> | <b>3 094</b> |
| <b>Zysk brutto</b>                               | <b>205</b> | <b>266</b> | <b>336</b>   | <b>399</b>   | <b>456</b>   | <b>520</b>   | <b>577</b>   | <b>628</b>   | <b>683</b>   | <b>735</b>   | <b>783</b>   | <b>830</b>   |

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

## Wycena DCF

**Fig. 3. Benefit Systems: kalkulacja WACC**

|  |             |
|--|-------------|
| Stopa wolna od ryzyka (10-letnie polskie obligacje skarbowe) | 3.2%        |
| Beta nielewarowana   | 1.0         |
| Premia za ryzyko   | 5.0%        |
| <b>Koszt kapitału własnego</b>                               | <b>9.2%</b> |
| Stopa wolna od ryzyka  | 3.2%        |
| Premia za ryzyko   | 2.0%        |
| Stopa podatkowa  | 19%         |
| <b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>                          | <b>4.2%</b> |
| %KO  | 19%         |
| %KW  | 81%         |
| <b>WACC</b>  | <b>8.2%</b> |

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

**Nasz model DCF wskazuje 12-miesięczną cenę docelową Benefit Systems w wysokości 1 417 zł.**

**Fig. 4. Benefit Systems: Wycena DCF**

| PLNm                                      | 2018P          | 2019P          | 2020P          | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody</b>                          | <b>1 206.0</b> | <b>1 446.1</b> | <b>1 675.7</b> | <b>1 909.6</b> | <b>2 137.3</b> | <b>2 353.5</b> | <b>2 560.1</b> | <b>2 751.6</b> | <b>2 927.4</b> | <b>3 094.1</b> |
| EBIT                                      | 166.8          | 195.4          | 222.1          | 261.0          | 298.6          | 328.1          | 364.9          | 401.4          | 437.5          | 473.4          |
| Podatek pieniężny od EBIT                 | 40.4           | 47.3           | 53.8           | 63.2           | 72.3           | 79.5           | 88.4           | 97.3           | 106.0          | 114.7          |
| <b>NOPAT</b>                              | <b>126.4</b>   | <b>148.0</b>   | <b>168.3</b>   | <b>197.8</b>   | <b>226.2</b>   | <b>248.6</b>   | <b>276.5</b>   | <b>304.2</b>   | <b>331.5</b>   | <b>358.7</b>   |
| Amortyzacja                               | 37.4           | 49.3           | 56.3           | 65.4           | 74.5           | 83.5           | 92.6           | 91.1           | 90.2           | 89.3           |
| Zmiany w kapitale obrotowym               | -49.1          | -8.5           | -10.6          | -12.1          | -13.7          | -15.1          | -16.4          | -17.4          | -18.2          | -18.9          |
| Nakłady kapitałowe                        | -241.1         | -126.7         | -125.5         | -136.6         | -124.2         | -117.2         | -117.2         | -84.9          | -84.9          | -84.9          |
| <b>Wolne przepływy pieniężne</b>          | <b>-126.4</b>  | <b>62.0</b>    | <b>88.5</b>    | <b>114.5</b>   | <b>162.8</b>   | <b>199.8</b>   | <b>235.6</b>   | <b>292.9</b>   | <b>318.5</b>   | <b>344.1</b>   |
| WACC                                      | <b>8.2%</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| PV FCF 2018-2027E                         | 928            |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Wzrost terminalny                         | 2.00%          |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Wartość rezydualna                        | 5590           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| PV TV                                     | 2542           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Całkowita wartość przedsiębiorstwa</b> | <b>3470</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Dług netto                                | -149           |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Wartość kapitału</b>                   | <b>3650</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Liczba akcji (mn)*                        | 3.0            |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Wartość na akcję (PLN, 1 Jan 2018)        | 1233.7         |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Miesięczna                                | 9              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Bieżąca wartość na akcję (PLN)</b>     | <b>1310</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>12M cena docelowa (PLN)</b>            | <b>1417</b>    |                |                |                |                |                |                |                |                |                |

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \*rozwodniona liczba akcji

## Wycena porównawcza

Porównaliśmy Benefit Systems z dwiema grupami partnerskimi. Pierwsza grupa składa się z firm oferujących pakiety świadczeń dodatkowych. Uważamy, że ta grupa jest lepsza do porównania z BFT niż z klubami fitness, a nasza łączna waga stanowi 67% naszej wyceny porównawczej. Porównaliśmy także Benefit Systems do sieci klubów fitness.

**Fig. 5. Benefit Systems: grupa porównawcza**

| Spółka                                 | Cena         | Waluta     | Kapitalizacja<br>(EURmn) | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |             |
|--|--------------|------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  |              |            |                          | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       |
| <b>Benefit Systems</b>                 | <b>938.0</b> | <b>PLN</b> | <b>625</b>               | <b>22.9</b> | <b>19.7</b> | <b>17.0</b> | <b>14.2</b> | <b>11.8</b> | <b>10.2</b> |
| Compass Group PLC                      | 1628.5       | GBP        | 29 055                   | 21.2        | 19.5        | 18.1        | 12.9        | 12.0        | 11.2        |
| ITE Group PLC                          | 73.8         | GBP        | 617                      | 16.8        | 14.8        | 13.9        | 19.9        | 11.2        | 10.1        |
| Sodexo SA                              | 92.3         | EUR        | 13 607                   | 18.7        | 17.6        | 16.3        | 11.0        | 10.0        | 9.2         |
| Edenred                                | 33.3         | EUR        | 7 971                    | 29.9        | 26.7        | 23.5        | 16.5        | 14.6        | 12.8        |
| <b>Mediana – dostawcy świadczeń</b>    |              |            |                          | <b>20.0</b> | <b>18.6</b> | <b>17.2</b> | <b>14.7</b> | <b>11.6</b> | <b>10.7</b> |
| Planet Fitness Inc                     | 50.0         | USD        | 4 222                    | 43.8        | 36.2        | 30.9        | 26.0        | 23.0        | 20.7        |
| Basic-Fit NV                           | 30.0         | EUR        | 1 640                    | 52.6        | 34.4        | 24.3        | 15.8        | 12.3        | 9.9         |
| Gym Group PLC/The                      | 308.0        | GBP        | 479                      | 33.5        | 24.3        | 19.9        | 12.0        | 9.2         | 7.7         |
| <b>Mediana – kluby fitness</b>         |              |            |                          | <b>43.8</b> | <b>34.4</b> | <b>24.3</b> | <b>15.8</b> | <b>12.3</b> | <b>9.9</b>  |
| Premium/discount vs. benefit providers |              |            |                          | 19.5%       | 6.7%        | -0.4%       | -8.8%       | -3.4%       | -7.8%       |
| Premium/discount vs. fitness clubs     |              |            |                          | -45.6%      | -42.4%      | -29.4%      | -15.2%      | -8.8%       | -0.5%       |

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

**Fig. 6. Benefit Systems: Implikowane ceny akcji vs. spółki porównawcze**

|                           | P/E          |              |              | EV/EBITDA    |              |              |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                           | 2018P        | 2019P        | 2020P        | 2018P        | 2019P        | 2020P        |
| <b>Dostawcy świadczeń</b> | <b>785</b>   | <b>879</b>   | <b>942</b>   | <b>1 028</b> | <b>971</b>   | <b>1 018</b> |
| <b>Kluby fitness</b>      | <b>1 725</b> | <b>1 628</b> | <b>1 329</b> | <b>1 106</b> | <b>1 028</b> | <b>942</b>   |

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

**Fig. 7. Benefit Systems: Implikowane ceny akcji vs. spółki porównawcze**

|                           | Waga       | P/E          |              | EV/EBITDA   |           | Średnia |
|---------------------------|------------|--------------|--------------|-------------|-----------|---------|
|                           |            | 2018P-20P    | 2018P-20P    | 2018P-20P   | 2018P-20P |         |
| <b>Dostawcy świadczeń</b> | <b>67%</b> | <b>869</b>   | <b>1 006</b> | <b>937</b>  |           |         |
| <b>Kluby fitness</b>      | <b>33%</b> | <b>1 561</b> | <b>1 067</b> | <b>1314</b> |           |         |
|                           |            | <b>1100</b>  | <b>1026</b>  | <b>1126</b> |           |         |

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

**Fig. 8. Benefit Systems: Podsumowanie wyceny**

|   | Implikowana wartość kapitału<br>(PLN na akcję) |
|---|--|
| <b>Model DCF [12-miesięczna cena docelowa]</b>          | <b>1 417</b>                                   |
| <b>Wycena porównawcza [P/E oraz EV/EBITDA 2018-20P]</b> | <b>1 126</b>                                   |
| <b>Mieszana [75% DCF, 25% wycena porównawcza]</b>       | <b>1 344</b>                                   |

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

# Santander Brokerage Poland

ul. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa  
fax. (+48) 22 586 81 09

## Equity Research Department

|  |                         |                                 |
|--|-------------------------|---------------------------------|
| <b>Dariusz Górski, Director, Equity Research</b><br><i>Strategy, Banks, Financials</i>                             | tel. (+48) 22 586 81 00 | dariusz.gorski@santander.pl     |
| Paweł Puchalski, CFA, <i>Head of Equity Research Team</i><br><i>Telecommunications, Metals &amp; Mining, Power</i> | tel. (+48) 22 586 80 95 | pawel.puchalski@santander.pl    |
| Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Adviser</i><br><i>Equity Analyst, Industrials, BioTech</i>    | tel. (+48) 22 534 16 10 | grzegorz.balcerski@santander.pl |
| Michał Czerwiński, <i>Equity Analyst</i><br><i>IT, Video Games, Healthcare, Media</i>                              | tel. (+48) 22 586 82 25 | michal.czerwinski@santander.pl  |
| Artur Hess, MBA, <i>Securities Broker</i><br><i>Equity Analyst</i>   | tel. (+48) 22 586 85 21 | artur.hess@santander.pl         |
| Tomasz Krukowski, CFA<br><i>Equity Analyst</i>   | tel. (+48) 22 586 81 55 | tomasz.krukowski@santander.pl   |
| Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst</i><br><i>Construction, Real Estate, Oil&amp;Gas</i>                              | tel. (+48) 22 586 81 59 | adrian.kyrzcz@santander.pl      |
| Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst</i><br><i>Pharma, Retail</i>  | tel. (+48) 22 586 82 36 | tomasz.sokolowski@santander.pl  |
| Michał Sopieli, <i>Equity Analyst</i><br><i>Industrials, Oil&amp;Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>         | tel. (+48) 22 586 82 33 | michal.sopiel@santander.pl      |

## Sales & Trading Department

|  |                         |                                |
|--|-------------------------|--------------------------------|
| <b>Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities</b> | tel. (+48) 22 586 80 84 | kamil.kalemba@santander.pl     |
| Robert Chudala                                       | tel. (+48) 22 586 85 14 | robert.chudala@santander.pl    |
| Alex Kamiński  | tel. (+48) 22 586 80 63 | alex.kaminski@santander.pl     |
| Marcin Kuciapski, <i>Securities Broker</i>           | tel. (+48) 22 586 80 96 | marcin.kuciapski@santander.pl  |
| Błażej Leśków, <i>Securities Broker</i>              | tel. (+48) 22 586 80 83 | blazej.leskow@santander.pl     |
| Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>          | tel. (+48) 22 586 85 15 | michal.stepkowski@santander.pl |
| Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>           | tel. (+48) 22 586 80 87 | marek.wardzynski@santander.pl  |
| Wojciech Wośko, <i>Securities Broker</i>             | tel. (+48) 22 586 80 82 | wojciech.wosko@santander.pl    |

## ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 000008723, NIP: 896-000- 56-73, wysokość kapitału zakładowego 993 334 810 zł, wysokość kapitału wpłaconego 993 334 810 zł. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r. poz. 94 – tj. 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 2013 r. poz. 1382 – tj. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie 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 dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

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

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzieleniu zachował należytą staranność i rzetelność.

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

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

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.bm.santander.pl](http://www.bm.santander.pl) 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.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwstawnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmianę wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

### 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:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu 12 miesięcy.  
Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu 12 miesięcy.  
Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu 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 długoterminowym dwuletnim średnim konsensusie mnożników P/E oraz EV/EBITDA dla 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 (w tym przypadku konsensus wg Bloomburga). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przetworzyciowanie jak i niedowartościowanie danego 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.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <http://www.bm.santander.pl/global-statistics.html>

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, sporządzonych przez Analityka, który sporządził również niniejszy dokument, a które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie [http://www.bm.santander.pl/analizy-i-komentarze/produkty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#tab\\_2](http://www.bm.santander.pl/analizy-i-komentarze/produkty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#tab_2)

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

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 wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

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

#### UJAWNIAENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **Benefit Systems SA** („Emitent”).

Ileokroć w dokumencie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę/spółki będącą/będące przedmiotem rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

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 analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

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, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez Santander AVIVA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

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