

Bloomberg: XTB PW, Reuters: XTB.WA

CEE Equity Research

Finanse, Polska

8 Października 2018, 08:25 CET

Przed poprawą musi nastąpić pogorszenie

XTB: rozpoczęcie wydawania rekomendacji — „Kupuj”, 12-miesięczna cena docelowa 8,07 zł

Wraz z niniejszym raportem rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki X-Trade Brokers Dom Maklerski SA (XTB) od zalecenia „Kupuj” i 12-miesięcznej ceny docelowej w wysokości 8,07 zł (potencjał wzrostu o 93%). Rok finansowy 2018 powinien przynieść rekordowo wysokie przychody (286 mln zł, +4,6% r/r) i drugi co do wielkości zysk netto (113 mln zł, 21,8%) w historii XTB, będąc one jednak rezultatem mocnej I poł. 2018 r. Wyniki w II poł. 2018 r. oraz w latach 2019P i 2020P będą zapewne znacznie niższe z uwagi na ściślejsze regulacje (tj. interwencję ESMA). Spodziewamy się, że regulacje ESMA mogą początkowo zmniejszyć wolumen transakcji (liczony w lotach kontraktów CFD) o ok. 50%. Nasz scenariusz podstawowy (zakładający niezmiennie „reguły gry” ze strony ESMA w kolejnych latach) uważamy jednak za konserwatywny, a szanse na pozytywne niespodzianki w tym obszarze są naszym zdaniem spore. XTB ma stabilną pozycję rynkową, rosnącą bazę klientów (średnioroczna stopa wzrostu w latach 2013–17 na poziomie +12% r/r) i ok. 500 mln zł zasobów gotówkowych netto w swoim bilansie — to więcej, niż wynosi aktualna kapitalizacja rynkowa spółki, sięgająca 492 mln zł. Spodziewamy się powrotu do wypłat sporych dywidend (w roku finansowym 2019P dywidenda na akcję może wynieść 0,94 zł, a stopa dywidendy 22%) i ewentualnej dywidendy zaliczkowej opartej na 50% zysku netto zysku jednostkowego za I poł./9 miesięcy 2018 r. przed zakończeniem roku 2018 (dywidenda na akcję: ok. 0,4 zł, stopa dywidendy: 9,6%).

Spółka. XTB to dom maklerski, który działa na rynku międzynarodowym i oferuje produkty, usługi i rozwiązania technologiczne związane z handlem instrumentami finansowymi. Spółka specjalizuje się w rynku pozagiełdowym OTC i instrumentach pochodnych CFD (kontraktach różnic kursowych). Działa w kilkunastu krajach. Działalność Grupy obejmuje dwa segmenty: detaliczny (ok. 85% przychodów z 2017 r.) i instytucjonalny. Na jej zysk operacyjny składają się spready, wynik netto na działalności market making, prowizje i punkty swapowe.

Rekordowe wyniki w I poł 2018 r. i interwencja ESMA od sierpnia 2018 r. W I poł. 2018 r. spółka XTB odnotowała rekordowo wysokie przychody w wysokości 198 mln zł i zysk netto na poziomie 100 mln zł. Wyniki te były rezultatem dużej zmienności na rynkach finansowych (zwłaszcza w I kw. 2018 r.), stosunkowo wysokiej rentowności na lota (średnio 168 zł w I kw. 2018 r. i 137 zł w II kw. 2018 r.) oraz znacznej aktywności klientów wyrażanej w liczbie kontraktów CFD (w lotach). Z dniem 1 sierpnia 2018 r. weszła w życie tzw. interwencja Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), co spowodowało m.in. znaczne zmniejszenie maksymalnego dozwolonego poziomu dźwigni finansowej dla kontraktów CFD (30:1 w przypadku głównych par walut i 20:1 w przypadku par walut innych niż główne, złota i głównych indeksów oraz mniej w przypadku instrumentów o większej zmienności). Zakładamy, że decyzja ESMA może spowodować spadek wolumenu transakcji CFD o ok. 50% r/r. Dla scenariusza konserwatywnego, który przewiduje, że ESMA utrzyma swoje stanowisko, nasze prognozy wskazują na możliwości wzrostu. Po pierwsze, wywołałyby to falę konsolidacji i pozwoliłyby prawdopodobnie spółce XTB utrwalić jej czołową pozycję na polskim rynku. Po drugie, patrząc realistycznie, szanse na złagodzenie przepisów ESMA z biegiem czasu wydają się duże.

Czynniki ryzyka i szanse. Zakładamy, że regulacje i decyzje przyjmowane zarówno przez regulatora lokalnego (KNF), jak i europejskiego (ESMA) stanowią najistotniejsze czynniki ryzyka dla działalności spółki. Odzwierciedlamy je we współczynniku beta na poziomie 1,4x (choć trzeba przyznać, że jest to wartość uznaniowa). W ubiegłym roku KNF wszczęła postępowanie wobec spółki XTB, którego efektem była kara finansowa w wysokości 10 mln zł. Spółka zamierza odwołać się od tej decyzji, lecz postępowanie i wynikające z niego potencjalne sprawy sądowe wytaczane przez klientów stanowią duże ryzyko dla reputacji przedsiębiorstwa. Z drugiej strony XTB ma w swoim bilansie ok. 500 mln zł zasobów gotówkowych netto, jesteśmy więc przekonani, że zarówno kara, jak i potencjalne roszczenia będą miały na spółkę umiarkowany wpływ.

Polityka dywidendowa. Polityka dywidendowa XTB przewiduje przeznaczanie na dywidendę 50–100% jednostkowego zysku netto, o ile pozwalają na to ocena nadzorcza (BION) i wymagania kapitałowe. Sądymy, że — w świetle pozytywnej oceny BION przyznanej przez KNF w lipcu 2018 r. — w tym roku możliwa jest wypłata 50-procentowej dywidendy zaliczkowej z zysku netto za I poł. lub pierwsze 9 miesięcy 2018 r. (ok. 47 mln zł, stopa dywidendy 9,6%).

Rekomendacja i zmiana ceny docelowej. Model DCF wskazuje na cenę 9,93 zł za akcję (potencjał wzrostu o 137%). Z modelu DDM wynika wartość godziwa na poziomie 6,28 zł za akcję (potencjał wzrostu o 50%), natomiast wycena WEV wskazuje na 8,00 zł za akcję (potencjał wzrostu o 91%). Na podstawie zastosowanej metody mieszanej (DCF: 33%; DDM: 33% i WEV: 33%) wyznaczyliśmy 12-miesięczną cenę docelową w wysokości 8,07 zł (potencjał wzrostu o 93%). Dlatego wydajemy dla akcji spółki rekomendację „Kupuj”.

XTB: Podsumowanie finansowe

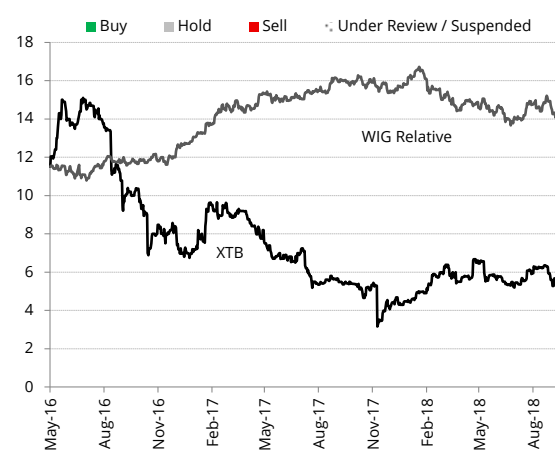
PLNmnn	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	250.6	273.8	286.4	165.7	195.5	206.6
Opex	168.5	145.5	160.1	137.1	137.5	141.7
EBIT	82.1	128.3	126.3	28.6	58.0	64.9
Zysk netto	77.7	93.0	113.3	27.7	50.7	55.9
P/E (x)	6.3	5.3	4.3	17.8	9.7	8.8
DY (%)	18.6	7.6	n.a.	22.4	5.5	7.5

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rekomendacja	Kupuj
12M Cena docelowa	8.07
Cena (PLN, 03 Paź, 2018)	4.19
Kapitalizacja (PLNmnn)	491.8
Free float (%)	14.5
Liczba akcji (mn)	117.4

Nadchodzące wydarzenia

- 8 listopada: publikacja wyników 3Q18



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG. Dnia 03/10/2018, kurs indeksu WIG zamknął się na poziomie 59,192.45.

Główni udziałowcy	% głosów
XXZW Investment Group SA	66.8
SYSTEXAN	19.0
Quercus TFI	5.3

Źródło: gpw.pl

Opis spółki

XTB to międzynarodowy dom maklerski oferujący produkty, usługi i rozwiązania technologiczne do obrotu instrumentami finansowymi. Firma specjalizuje się w rynku OTC, kontraktach CFD (kontraktach na różnicę) oraz instrumentach pochodnych. Obecnie działa w 12 krajach.

Analitik

Artur Hess, MBA, Analityk akcji

+48 22 586 85 21 artur.hess@santander.pl

Prognozy i wycena

Wycena DCF

Do wyceny wartości godziwej kapitału XTB stosujemy model DCF. Zastosowaliśmy stopę dyskontową opartą o WACC w wysokości 10,2% i wartość końcową opartą o wieczystość. Zdyskontowaliśmy wolne przepływy pieniężne dla spółki na dzień 1 stycznia 2018 roku i odjęliśmy dług netto na koniec 2017 roku. Beta na poziomie 1.4 odzwierciedla ryzyko prawne i kontrolne KNF.

Fig. 1. XTB: kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka (10-letnie polskie obligacje skarbowe)	3.2%
Premia za ryzyko	5.0%
Beta nielewarowana	1.4
Koszt kapitału własnego	10.2%
%KO	0%
%KW	100%
WACC	10.2%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 2. XTB: Zmiany w prognozach

PLNmnn	2018P			2019P			2020P		
	Nowe Poprzednie	Zmiana		Nowe Poprzednie	Zmiana		Nowe Poprzednie	Zmiana	
Sprzedaż	286.4	n.a	n.a	165.7	n.a	n.a	195.5	n.a	n.a
Opex	160.1	n.a	n.a	137.1	n.a	n.a	137.5	n.a	n.a
EBIT	126.3	n.a	n.a	28.6	n.a	n.a	58.0	n.a	n.a
Zysk netto	113.3	n.a	n.a	27.7	n.a	n.a	50.7	n.a	n.a

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Fig. 3. XTB: Wycena DCF

PLNmnn	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	286.4	165.7	195.5	206.6	218.9	222.3	232.5	242.8	252.8	262.1
Opex	-160.1	-137.1	-137.5	-141.7	-146.2	-151.2	-156.7	-162.6	-169.2	-176.3
EBIT	126.3	28.6	58.0	64.9	72.7	71.1	75.9	80.2	83.7	85.8
Podatek pieniężny od EBIT	22.6	5.4	11.0	12.3	13.8	13.5	14.4	15.2	15.9	16.3
NOPAT	103.8	23.2	47.0	52.6	58.9	57.6	61.4	65.0	67.8	69.5
Amortyzacja	4.3	5.2	4.8	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Capex	-5.8	-5.1	-4.8	-3.9	-4.3	-4.7	-4.7	-4.6	-4.5	-4.5
Zmiany w kapitale obrotowym	7.7	-4.0	1.8	0.4	0.0	0.3	0.5	0.5	0.4	-0.8
Wolne przepływy pieniężne	94.6	27.2	45.1	53.3	59.5	57.5	61.1	64.8	67.8	70.7
WACC	10.2%									
Stopa wzrostu terminalnego	1.0%									
Zdyskontowane FCF na 31.12.2017	362.7									
FCF t+1	68.7									
TV	754.5									
PV TV	285.7									
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	648.3									
Dług netto na 31.12.2017*	326.2									
Wartość kapitału	974.5									
Liczba akcji (m)	117.4									
Wartość na akcję (1 Sty, 2018)	8.3									
Miesięczna	10									
Obecna wartość na akcję	9.01									
12M Cena docelowa (PLN)	9.93									
Cena akcji (PLN)**	4.19									
Upside/downside	136.9%									

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, *wartość bilansowa, **cena na 3 Października, 2018

Wycena DDM

Polityka dywidendowa XTB zakłada wypłatę 50-100% zysku netto jednostki dominującej. Zastosowaliśmy współczynnik wypłat terminowych na poziomie 75% (średnia 76,5% w latach 2015-17) i stopę wzrostu stopy dywidendy na poziomie 1%.

Fig. 4. XTB: Wycena DDM

PLNm	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Dywidenda	0.0	110.1	26.9	36.8	40.2	43.9	44.3	47.0	49.4	51.3
Współczynnik dyskontujący	0.91	0.82	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.46	0.42	0.38
Zdyskontowana dywidenda	0.0	90.6	20.1	25.0	24.7	24.5	22.5	21.6	20.6	19.4
Koszt kapitału	10.2%									
Współczynnik wypłat	75.0%									
Stopa wzrostu dywidendy	1.0%									
PV dywidend	269.1									
TV	562.8									
PV TV	213.1									
Cash PV 2027P	134.4									
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	616.6									
Liczba akcji	117.4									
Wartość na akcję (1 Sty 2018)	5.25									
Miesięczna	10									
Obecna wartość na akcję	5.70									
12m Cena docelowa (PLN)	6.28									
Cena akcji* (PLN)	4.19									
Upside/downside	49.9%									

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, * cena na 3 Października, 2018

Model WEV

Model WEV opiera się na formule: $P/BV = (2020P \text{ ROE minus zrównoważony wskaźnik wzrostu}) / (\text{koszt kapitału minus zrównoważony wskaźnik wzrostu})$, który pozwala oszacować wartość godziwą (FV) w ciągu dwóch lat. Następnie wartość godziwa zostaje zdyskontowana. Naszym zdaniem główną zaletą metody WEV jest przejrzystość i bazowanie na krótkoterminowej prognozie, co znacznie zmniejsza margines błędu prognozowania. Natomiast główną wadą modelu jest to, że cena akcji powinna zbiegać się w kierunku wartości godziwej, wynikającej z ROE i COE spółki.

Fig. 5. XTB: Model WEV (PLN na akcję)

2020P ROE (%)	11.4
COE (%)	10.2
g (%)	1.0
Implied fair P/B (x)	1.1
YE20P BVPS	6.8
Wartość godziwa (YE20P)	7.7
PV wartości godziwej	5.75
DPS18P	0.0
DPS19P	0.9
DPS20P	0.2
PV of 2018-20P DPS	0.94
PV kapitału + DPS (Sty'18)	6.7
Miesiąc	10
PV (obecna)	7.3
12-miesięczna cena docelowa	8.00
Cena akcji (PLN)	4.2
Upside/ downside	90.9%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Podsumowanie wyceny

Fig. 6. XTB: Cena implikowana vs. spółki porównawcze, PLN na akcję

PLN na akcję	Waga	Cena
Wycena DCF	33.3%	9.93
Wycena DDM	33.3%	6.28
Model WEV	33.3%	8.00
Wycena ważona		8.07
Cena akcji (PLN)*		4.19
Upside/ downside		93%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, * cena na 3 Października, 2018

W oparciu o wycenę z naszego modelu DCF, ustaloną na 9,93 zł za akcję (33% wagi), modelu DDM ustaloną na 6,28 zł (33% wagi) oraz modelu WEV, który wskazuje 8,00 zł na akcję (33% wagi), ustaliliśmy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 8,07 zł (93% upside).

Santander Brokerage Poland

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

Equity Research Department

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

Sales & Trading Department

Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities	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 UDOSTĘPIENIE 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 0000008723, 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 jakkolwiek 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 udzielaniu 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 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” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „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” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „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” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych 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.

Zmian 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 księgową

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 sporządzeniu 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 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.

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: <https://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

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: **X-Trade Brokers SA** („Emitent”).

Ilkroć 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.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, mogą istnieć osoby, które posiadają pozycje długie lub krótkie netto na akcjach Emitenta lub instrumentach finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

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 nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

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 zależy 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.