



Dom Maklerski BDM S.A.

X-TRADE BROKERS

RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla X-Trade Brokers od zalecenia **Kupuj** z ceną docelową PLN 20,0/akcję. XTB było jednym z beneficjentów pandemii COVID-19, ale wzrost wyników w naszym przekonaniu nie jest jednorazowy. Spółka konsekwentnie buduje bazę klientów, co – przy bogatej ofercie produktowej, historycznie niskim oprocentowaniu depozytów oraz rosnącej stopie oszczędności - powinno pozwolić na utrzymanie solidnych wyników nawet przy braku podwyższonej zmienności także w 2021/22. Wyniki za 2Q21 istotnie rozczarowały, jednak uwzględniały elementy, które nie powinny mieć miejsca w przyszłości.

Słabe wyniki za 2Q21 uwzględniały elementy niepowtarzalne... - W 2Q21 spółka wykazała stratę netto na poziomie PLN -24m, która była pochodną bardzo niskiej zmienności na rynkach finansowych oraz ujemnego wyniku na kryptowalutach. Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na zmianę strategii (ograniczenie liczby dostępnych kryptowalut oraz zabezpieczenie na wszystkich instrumentach) strata na kryptowalutach nie powinna już więcej mieć miejsca. Uważamy również, że najniższe od 2Q19 przychody z działalności operacyjnej (bez uwzgl. kryptowalut) potwierdzają niepowtarzalny charakter zmienności w minionym kwartale.

Tymczasem XTB konsekwentnie zwiększa liczbę klientów ... - W 2020 r. średnia kwartalna liczba nowych klientów wzrosła do 28 tys. z 9,1 tys. w 2019 r. oraz 5,1 tys. w 2018 r. Rekordową liczbę nowych klientów (67 tys.) XTB pozyskało jednak nie w okresie pandemicznym, ale w 1Q21, który nie charakteryzował się istotnymi globalnymi wydarzeniami jednorazowymi.

... i korzysta z niskiego oprocentowania depozytów i rosnącej stopy oszczędności... - Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych, a na koniec 2020 r. akcje spółek publicznych stanowiły zaledwie 4,5% oszczędności. Biorąc pod uwagę historycznie niskie oprocentowanie depozytów oraz rosnącą stopę oszczędności Polaków, oczekujemy, że udział akcji oraz innych form inwestycji w strukturze oszczędności Polaków będzie stopniowo rosnąć.

Oczekujemy PLN 186/221m zysku netto w 2021/22 – W naszych prognozach zakładamy spadek przychodów w 2021 r. o -30% r/r oraz wzrost w 2022 r. o 14% r/r. Przy oczekiwanych wyższych kosztach ogółem o 18/10% r/r spodziewamy się, że zysk netto XTB spadnie do PLN 186m w 2021 r. (-54% r/r) oraz wzrośnie do PLN 221m w 2022 r. (19% r/r).

Atrakcyjna wycena - Na naszych prognozach XTB jest notowane na 9,4/7,9x 2021/22 P/E, z odpowiednio 8% premią oraz 34% dyskontem do grupy porównawczej. Ze względu na konsekwentny wzrost organiczny, wysoką rentowność oraz solidną dywidendę (oczekujemy stopy dywidendy 8,8% z zysku za 2021 r.) obecną wycenę XTB uważamy za atrakcyjną.

XTB – wybrane dane, 2018-2023P

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	101	58	402	186	221	244
- zmiana r/r	9%	-43%	597%	-54%	19%	11%
EBITDA	120	72	523	236	282	312
- zmiana r/r	-11%	-40%	625%	-55%	20%	11%
Stopa dywidendy	0,0%	1,1%	1,6%	12,0%	8,8%	9,8%
P/E	17,2	30,3	4,3	9,4	7,9	7,1
EV/EBITDA	10,7	17,6	1,6	3,7	3,1	2,7

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzającego raport.

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 20,0 PLN

12 SIERPNIA 2021, 07:00 CEST

Podstawowe dane

Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa [PLN]	20,0
Cena rynkowa [PLN]	14,9
Potencjał do wzrostu / spadku	34%
Poprzednia rekomendacja	Na
Poprzednia cena docelowa	Na
Kapitalizacja [PLNm]	1,750
Min (52) [PLN]	12,0
Max (52) [PLN]	20,5
Liczba akcji [mln. szt.]	117,4
Stopa zwrotu za 3 mc	-12%
Stopa zwrotu za 6 mc	1%
Stopa zwrotu za YTD	-8%

Struktura akcjonariatu:

XXZW Investment Group	67,0%
Pozostali	33,0%

Michał Fidelus

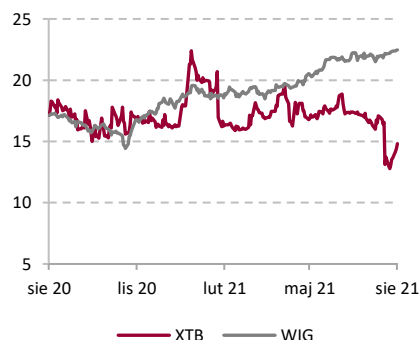
michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

XTB vs. WIG – relatywny kurs akcji, 12M



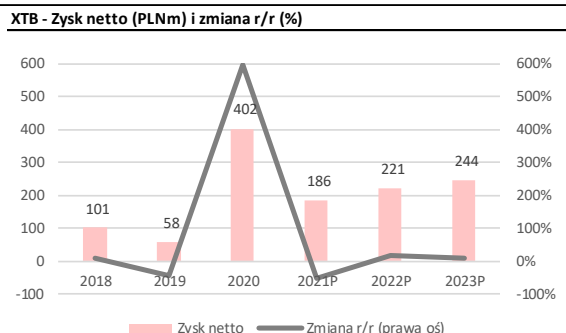
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	4
KLUCZOWE CZYNNIKI RYZYKA	6
WYCENA	7
PROGNOZY NA LATA 2021-2023	9
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 2Q21	13
P/E NIEWYMAGAJĄCE NAWET W SCENARIUSZU PESYMISTYCZNYM	15
XTB – GLOBALNY DOSTAWCA USŁUG W ZAKRESIE OBROTU INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI	17
STRUKTURA PRZYCHODÓW OPARTA O SPREADY I MARKET MAKING	19
STRUKTURA KOSZTÓW ZDOMINOWANA PRZEZ KOSZTY OSOBOWE ORAZ KOSZTY MARKETINGU	22
WYSOKA DYWIDENDA DETERMINOWANA PRZEZ WYMOGI REGULACYJNE	24
NISKIE STOPY PROCENTOWE ORAZ ROSNĄCA STOPA OSZCZĘDNOŚCI ZACHĘTĄ DLA INWESTYCJI	25

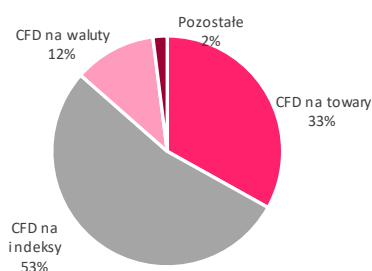
Wybrane dane i prognozy finansowe

Rachunek wyników (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ogółem	288	239	798	558	639	705
Koszty ogółem, w tym:	-172	-174	-282	-332	-367	-403
- koszty osobowe	-78	-86	-119	-126	-133	-140
- koszty marketingu	-33	-38	-88	-110	-121	-136
- usługi obce	-25	-25	-29	-39	-45	-51
- koszty prowizji	-8	-8	-23	-35	-44	-53
- pozostałe	-28	-17	-23	-22	-23	-24
EBIT	116	65	516	227	273	302
EBITDA	120	72	523	236	282	312
Przychody finansowe netto	9	4	-17	-1	0	0
Zysk brutto	125	69	499	226	273	302
Zysk netto	101	58	402	186	221	244
Bilans (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Środki pieniężne klientów	364	471	1 034	1 364	1 405	1 525
Środki pieniężne własne	468	484	542	505	494	501
Aktywa fin. wyceniane FVPL	114	149	663	716	802	855
Rzeczowe aktywa trwałe	3	14	13	11	10	9
Pozostałe	21	20	31	34	35	37
Aktywa razem	970	1 139	2 284	2 630	2 747	2 926
Zobowiązania wobec klientów	448	574	1 203	1 528	1 574	1 677
Zob. finansowe przezn. do obrotu	28	24	97	150	151	153
Zob. z tytułu leasingu	0	11	9	9	9	9
Pozostałe	39	40	87	80	83	84
Zobowiązania razem	515	648	1 395	1 766	1 817	1 923
Kapitał podstawowy i zapasowy	77	77	77	77	77	77
Pozostałe kapitały rezerwowe	335	365	391	391	391	391
Zyski zatrzymane	64	72	420	396	462	535
Kapitał własny	455	491	888	864	930	1 003
Pasywa razem	970	1 139	2 284	2 630	2 747	2 926
Cash Flow (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	101	58	402	186	221	244
Amortyzacja	4	7	8	9	10	10
Koszty finansowe	0	2	23	0	0	0
Kapitał obrotowy	16	-11	41	-47	-63	-43
Cash flow operacyjny	140	61	469	148	167	212
Capex	-1	-3	-5	-7	-9	-9
Wydatki na nab. obligacji netto	0	-15	-384	32	-14	-25
Cash flow inwestycyjny	-1	-18	-384	25	-23	-34
Wyplacone dywidendy	-41	-20	-28	-210	-155	-171
Cash flow finansowy	-41	-25	-33	-210	-155	-171
Zmiana środków pieniężnych	97	18	52	-38	-11	7
Środki pieniężne na koniec okresu	468	484	542	505	494	501
Kluczowe dane operacyjne	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Obrót instr. CFD w tys. lotów	2 095	1 597	3 175	4 351	4 700	4 934
- zmiana r/r	-5%	-24%	99%	37%	8%	5%
Rentowność na lota (PLN)	138	150	251	128	136	143
- zmiana r/r	10%	9%	68%	-49%	6%	5%
Dynamika r/r P&L	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ogółem	5%	-17%	233%	-30%	14%	10%
Koszty ogółem	19%	1%	62%	18%	10%	10%
EBIT	-10%	-44%	688%	-56%	20%	11%
EBITDA	-11%	-40%	625%	-55%	20%	11%
Zysk netto	9%	-43%	597%	-54%	19%	11%
Wybrane dane i wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Liczba akcji (mln)	117,4	117,4	117,4	117,4	117,4	117,4
ROE	24%	12%	58%	21%	25%	25%
ROA	11%	5%	23%	8%	8%	9%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	0%	60%	49%	52%	70%	70%
DPS (PLN)	0,00	0,17	0,24	1,79	1,32	1,46
Stopa dywidendy	0,0%	1,1%	1,6%	12,0%	8,8%	9,8%
P/E (x)	17,2	30,3	4,3	9,4	7,9	7,1
P/BV (x)	1,8	1,5	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	10,7	17,6	1,6	3,7	3,1	2,7

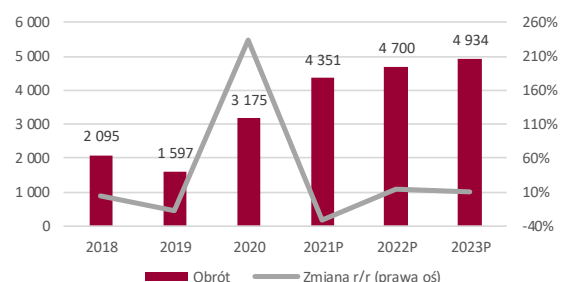
Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.



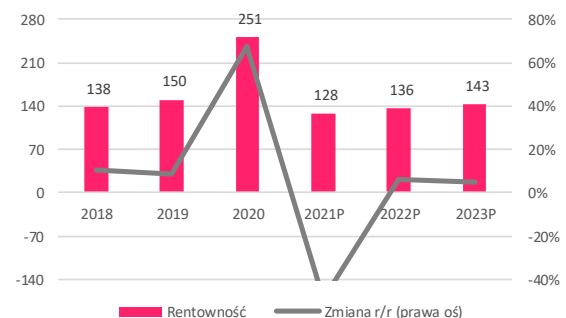
XTB - Struktura przychodów, 2020



XTB - Obrót instrumentami CFD (w tys. lotów)



XTB - Rentowność na lota i zmiana r/r



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

Widzimy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla XTB: 1) Ryzyko zmian regulacyjnych związanych z możliwością prowadzenia biznesu, 2) ryzyko otwartej pozycji w ramach market making, 3) ryzyko długotrwałego osłabienia wybranych klas aktywów, 4) ryzyko niskiej zmienności, 5) ryzyko wzrostu stóp procentowych, 6) ryzyko kursowe, 7) ryzyko braku dywidendy, 8) ryzyko straty klientów na inwestycjach, 9) ryzyko roszczeń wobec spółki ze strony klientów.

Podsumowanie inwestycyjne

- **Globalny dostawca usług w zakresie obrotu instrumentami finansowymi** - X-Trade Brokers jest międzynarodowym dostawcą produktów i usług w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Spółka specjalizuje się w rynku OTC oraz w instrumentach pochodnych CFD, ale oferuje także inwestycje w akcje oraz instrumenty ETF. Działalność detaliczna spółki obejmuje prowadzenie dla klientów obrotu instrumentami finansowymi. Klientom instytucjonalnym z kolei XTB oferuje technologie, dzięki którym mogą oni pod własną marką oferować obrót swoim klientom, ale także działa jako dostawca płynności.
- **Wybuch pandemii spowodował rekordowe zyski...** - Wybuch pandemii COVID-19 spowodował szereg zawirowań zarówno w realnej gospodarce, jak i na rynkach finansowych. Spadki na giełdach oraz ogromny wzrost zmienności niemal na wszystkich klasach aktywów przyczynił się jednocześnie do osiągnięcia przez XTB rekordowych wyników. Zysk netto spółki w 1Q20 wzrósł do PLN 176m (z PLN 0,8m w 1Q19), a w całym 2020 r. do PLN 402m (vs. PLN 58m w 2019 r.).
- **Wyniki za 2Q21 rozczarowały, jednak zmiana strategii eliminuje ryzyko kolejnych strat na kryptowalutach** – W 2Q21 spółka wykazała stratę netto na poziomie PLN -24m. Strata była efektem najniższej od 5 lat rentowności na lota (PLN 63 vs. PLN 167 w 1Q20 oraz PLN 255 w 2Q20), która z kolei była pochodną bardzo niskiej zmienności na rynkach finansowych oraz ujemnym wynikiem na kryptowalutach (PLN -30m w 2Q21 vs. PLN -16m w 1Q21). Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na zmianę strategii (ograniczenie liczby dostępnych kryptowalut oraz zabezpieczenie na wszystkich instrumentach) strata na kryptowalutach nie powinna już więcej mieć miejsca. Jednocześnie bez uwzględnienia straty na kryptowalutach przychody z działalności operacyjnej były najniższe od 2Q19 (pomimo istotnie wyższego obrotu instrumentami CFD w 2Q21), co wydaje się potwierdzać wyjątkowo niską zmienność w minionym kwartale.
- **XTB oferuje szeroką gamę produktów na wielu rynkach świata ...** - Na koniec 2020 r. oferta produktowa X-Trade Brokers obejmowała łącznie 4,8 tys. instrumentów finansowych dających ekspozycję na wszystkie kluczowe klasy aktywów (forex, indeksy, surowce, akcje, ETFy, kryptowaluty). Spółka prowadzi obecnie działalność na 12 rynkach, tym głównie w Europie Środkowo-Wschodniej i Zachodniej. Ponadto, w najbliższych dniach spółka planuje rozpoczęcie działalności w Zjednoczonych Emiratach Arabskich. Jednocześnie 10 sierpnia XTB uzyskało licencję na prowadzenie działalności w RPA.
- **...konsekwentnie buduje bazę klientów...** - W ostatnich latach spółka konsekwentnie zwiększała liczbę pozyskiwanych klientów. O ile jeszcze w 2018 r. średnia kwartalna liczba nowych klientów wynosiła c. 5,1 tys., w 2019 r. wzrosła do 9,1 tys., a w pandemicznym 2020 r. zwiększyła się do 28 tys. Co ciekawe, rekordową liczbę nowych klientów (67,2 tys.) udało się spółce pozyskać nie w okresie okołopandemicznym, ale w 1Q21, który na rynkach finansowych nie charakteryzował się istotnymi jednorazowymi wydarzeniami o skali globalnej. Na początku 2021 r. Zarząd informował, że celem spółki jest pozyskanie w całym 2021 r. c. 120 tys. nowych klientów. Biorąc pod uwagę liczbę 108 tys. klientów pozyskanych w I półroczu 2021 r. cel ten uważamy za konserwatywny.
- **...i korzysta z niskiego oprocentowania depozytów oraz rosnącej stopy oszczędności** - Na koniec 2020 r. akcje spółek publicznych stanowiły zaledwie 4,5% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Jednocześnie Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie oprocentowanie depozytów, a z drugiej rosnącą stopę oszczędności Polaków, oczekujemy, że udział akcji oraz innych form inwestycji w strukturze oszczędności Polaków będzie stopniowo rosnąć. Sprzyjać temu powinna także wciąż relatywnie wysoka inflacja, która powoduje, że realne oprocentowanie depozytów jest wyraźnie poniżej zera.
- **Oczekujemy PLN 186/221m zysku netto w 2021/22 r. ...** - W naszych prognozach zakładamy spadek przychodów w 2021 r. o -30% r/r oraz wzrost w 2022 r. o 14% r/r. Przy oczekiwanych wyższych kosztach ogółem o 18/10% r/r spodziewamy się, że zysk netto XTB spadnie do PLN 186m w 2021 r. (-54% r/r) oraz wzrośnie do PLN 221m w 2022 r. (19% r/r).

- **... przy umiarkowanych założeniach...** - W naszych prognozach zakładamy, że obrót instrumentami CFD wzrośnie z 3,175 tys. w 2020 r. do 4,351 tys. w 2021 r. (37% r/r) oraz do 4,700 tys. w 2022 r. (8% r/r). Zakładamy, że w całym 2021 r. spółka pozyska niemal 180 tys. nowych klientów (vs. 108 tys. w I półroczu) ale jednocześnie, że obrót na aktywnego klienta w 2H21 będzie wyższy niż w bardzo słabym 2Q21. Uważamy, że nowi klienci przyczynią się do stopniowego wzrostu średniej liczby aktywnych klientów, co z kolei znajdzie odzwierciedlenie w rosnących obrotach instrumentami CFD. W naszych prognozach zakładamy jednocześnie, że rentowność na lata spadnie z PLN 251 w 2020 r. do PLN 128 w 2021 r. oraz wzrośnie do PLN 136 w 2022 r. Powyższe założenia wynikają z oczekiwania, że zmienność na rynkach finansowych będzie się utrzymywała na relatywnie stabilnym poziomie, ale też będzie zauważalnie wyższa niż w bardzo słabym 2Q21.
- **Atrakcyjne P/E, z dyskontem do spółek porównywalnych...** - Na naszych prognozach XTB jest notowane na 9,4/7,9x 2021/22 P/E, co oznacza odpowiednio 8% premię oraz 34% dyskonto do zagranicznych spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę bardzo zbliżoną rentowność (25% w 2022 vs. 25% dla grupy porównawczej), oczekiwaną dywidendę (zakładamy stopę dywidendy na poziomie 8,8% z zysku za 2021 r.) oraz konsekwentny wzrost liczby klientów, obecną wycenę uważamy za atrakcyjną.
- **...także w scenariuszu pesymistycznym...** - Według naszych szacunków w scenariuszu pesymistycznym wskaźniki wyceny wciąż nie wyglądają wymagająco. Przy naszych założeniach bowiem (obróty instrumentami CFD w 2021/22 niższy o 10/13%, rentowność na lata o 4/9%, a koszty o 5/10% w stosunku do scenariusza bazowego) zysk netto spółki wyniosłby PLN 135m w 2021 r. oraz PLN 143m w 2022 r., co przekłada się na P/E na poziomie 13,0/12,2x i oznacza odpowiednio 49/1% premię do grupy porównawczej.
- **W scenariuszu optymistycznym P/E spada do 7,3/5,3x** - W scenariuszu optymistycznym, w którym zakładamy w 2021/22 obrót wyższy o 10/15%, rentowność na lata wyższą o odpowiednio 5/10% oraz koszty wyższe o 5/10% w stosunku do naszego scenariusza bazowego otrzymujemy wynik netto XTB w 2021/22 o 29/49% wyższym niż w scenariuszu bazowym. Wynik netto implikuje z kolei P/E na poziomie odpowiednio 7,3/5,3x 2021/22 oraz 16/56% dyskonto w wycenie do grupy porównawczej.
- **Wysoka stopa dywidendy** - Polityka dywidendowa XTB zakłada przeznaczenie na dywidendę od 50% do 100% jednostkowego zysku netto. Kluczowymi elementami determinującymi możliwość dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami są z jednej strony wymogi regulacyjne (dot. głównie współczynnika kapitałowego oraz oceny BION), a z drugiej wyniki finansowe spółki oraz jej plany rozwojowe. Z zysku za 2020 r. WZA, zgodnie z rekomendacją Zarządu zatwierdziło przeznaczenie na dywidendę 52% jednostkowego zysku. W naszych prognozach zakładamy, że w najbliższych latach polityka dywidendowa spółki nie ulegnie zmianie. Z zysku za 2021/2022 oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 70%, co implikuje stopę dywidendy na poziomie odpowiednio 8,8/9,8%.

Kluczowe czynniki ryzyka

- **Ryzyko regulacyjne** – Działalność spółki zarówno w Polsce, jak i na rynkach zagranicznych podlega ścisłym regulacjom ustawowo-nadzorczym. Jednocześnie w ciągu ostatnich kilku lat zmiany regulacyjne kilkukrotnie negatywnie wpływały na osiągnięte przez spółkę wyniki (np. obniżenie dopuszczalnej dźwigni oraz obowiązek minimalnej wpłaty w Turcji, czy też obniżenie dźwigni w Polsce). Zwracamy uwagę, że potencjalne nowe regulacje, lub też zmiana dotychczasowych mogłyby w istotny sposób ograniczyć możliwość prowadzenia działalności przez XTB.
- **Ryzyko otwartej pozycji** – XTB w ramach *market making* jest drugą stroną transakcji zarówno dla klientów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Spółka utrzymuje więc otwartą pozycję, co – pomimo realizowanej polityki zarządzania ryzykiem oraz możliwości zabezpieczenia pozycji – niesie ryzyko poniesienia znaczącej straty (co miało miejsce na kryptowalutach w I półroczu 2021 r.).
- **Biznes zależny od koniunktury rynkowej** – Stopy zwrotu osiągnięte przez klientów w różnych klasach aktywów są ściśle uzależnione od sytuacji na rynkach finansowych w Polsce i na świecie. Długotrwałe osłabienie wybranych klas aktywów mogłyby spowodować istotne pogorszenie stóp zwrotu osiąganych przez klientów, co z kolei mogłoby skutkować istotnym spadkiem zainteresowania inwestycjami.
- **Ryzyko niskiej zmienności** – Przychody spółki są pochodną liczby aktywnych klientów oraz obrotów instrumentami CFD, które z kolei w znacznym stopniu zależą od zmienności na rynkach finansowych i towarowych. Dłuższy okres utrzymywania się obniżonej zmienności na rynkach oraz/i brak wyraźnych trendów na poszczególnych klasach aktywów mogłyby więc skutkować istotnym obniżeniem wyników spółki.
- **Wzrost stóp procentowych** – Historycznie niskie stopy procentowe są w naszym przekonaniu istotnym bodźcem skłaniającym klientów indywidualnych do szukania alternatywnych form inwestycji. Widzimy ryzyko, że wzrost stóp procentowych wynikający chociażby z rosnącej presji inflacyjnej, mógłby spowodować relatywny spadek atrakcyjności profilu zysku do ryzyka dla szeregu produktów inwestycyjnych oferowanych przez XTB w stosunku do np. lokat bankowych, a tym samym przełożyć się na odpływ klientów lub zmniejszenie ich aktywności.
- **Ryzyko kursowe** – Klienci XTB mają możliwość otwierania rachunku w różnych walutach, co powoduje, że spółka utrzymuje część środków w walutach obcych. Osłabienie lub umocnienie PLN w stosunku do poszczególnych walut znajduje więc odzwierciedlenie w przychodach/kosztach finansowych, które w znaczącym stopniu mogą poprawiać/osłabiać wynik netto spółki.
- **Ryzyko braku dywidendy** – Kluczowymi elementami determinującymi możliwość dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami są z jednej strony wymogi regulacyjne, a z drugiej wyniki finansowe spółki oraz jej plany rozwojowe. W naszych prognozach zakładamy, że w najbliższych latach polityka dywidendowa spółki nie ulegnie zmianie. W czerwcu 2021 r. XTB otrzymało od KNF ocenę BION na poziomie 2,46, wystarczającą do wypłaty dywidendy na zakładanym przez nas poziomie. Z kolei współczynniki kapitałowe są zależne m.in. od aktywów ważonych ryzykiem, których poziomem – poprzez politykę zabezpieczania otwartej pozycji – spółka jest w stanie w znacznym stopniu zarządzać. Zwracamy jednak uwagę, że wszelkie zmiany polityki dywidendowej dla domów maklerskich ze strony KNF, lub niewystarczająca ocena BION w kolejnych latach mogłyby skutkować ograniczeniem lub brakiem możliwości wypłaty dywidendy.
- **Ryzyko straty klientów na inwestycjach** – Według informacji domów maklerskich ponad 70% rachunków inwestorów indywidualnych odnotowuje straty w wyniku handlu kontraktami CFD. Ryzyko utraty środków w następstwie błędnych inwestycji klientów niesie ryzyko obniżenia ich aktywności lub całkowitej rezygnacji z handlu instrumentami CFD.
- **Ryzyko roszczeń ze strony klientów** – Straty ponoszone przez klientów mogą również prowadzić do powstania roszczeń wobec spółki, których zasadność będzie rozstrzygana na drodze prawnej, co powoduje ryzyko zarówno realizacji potencjalnych odszkodowań, jak i dodatkowych kosztów.

Wycena

Wyceny X-Trade Brokers dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą. Zastosowane obu metod przy równych wagach (50%) implikuje wycenę XTB na poziomie PLN 20,0 za akcję (30% potencjał wzrostu).

X-Trade Brokers - Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

Metoda DCF	22,5
Metoda porównawcza	18,2
Średnia ważona	20,4
Cena docelowa	20,0
Obecna cena	14,88
Potencjał wzrostu (%)	34%

Źródło: BDM S.A.

Wycena metodą DCF

Wycenę DCF otrzymaliśmy prognozując w okresie 10-letnim wolne przepływy pieniężne, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany z uwzględnieniem stopy wolnej od ryzyka na poziomie 3,0%, premii za ryzyko w wysokości 5,0% oraz parametru Beta 1,5. Przyjęliśmy także stopę wzrostu g na poziomie 0%.

XTB – Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	558	639	705	705	705	705	705	705	705	705
- zmiana	0%	14%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	227	273	302	290	281	281	281	281	281	281
- marża EBIT	41%	43%	43%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Podatek	-40	-52	-57	-55	-53	-53	-53	-53	-53	-53
NOPLAT	186	221	244	235	228	228	228	228	228	228
- zmiana r/r	0%	19%	11%	-4%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%
Amortyzacja	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10
- zmiana r/r	0%	5%	5%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Capex	-7	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
- zmiana r/r	0%	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-47	-63	-43	0	0	0	0	0	0	0
FCF	141	158	203	236	229	229	229	229	229	229
DFCF	134	136	158	167	147	133	120	109	98	89
Suma DFCF	1 292									
Wartość rezydualna	2 193									
Zdyskontowana wartość rezydualna	854									
Wartość firmy EV	2 146									
- Dług netto (2020)	-932									
- Dywidenda	210									
- Wymóg kapitałowy (4Q20)	-227									
Wartość kapitału własnego	2 641									
Liczba akcji	117									
Wartość kapitału na akcję	22,5									
Cena rynkowa	14,9									
Potencjał wzrostu/spadku	51%									

Źródło: BDM S.A.

XTB – Kalkulacja średniego ważonego kosztu kapitału (WACC)

% o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Udział kapitału własnego	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Premia kredytowa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Stopa podatkowa	17,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału obcego po podatku	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%

Źródło: BDM S.A.

XTB – Wrażliwość wyceny DCF na zmianę parametrów g oraz Beta

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		Wzrost/spadek FCF w okresie rezidualnym						
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
Beta	1,2	22,9	23,7	24,5	25,6	26,9	28,6	30,9
	1,3	22,1	22,8	23,5	24,4	25,6	27,0	28,9
	1,4	21,4	22,0	22,6	23,4	24,4	25,6	27,2
	1,5	20,7	21,2	21,8	22,5	23,3	24,4	25,7
	1,6	20,1	20,5	21,0	21,7	22,4	23,3	24,4
	1,7	19,5	19,9	20,3	20,9	21,5	22,3	23,3
	1,8	18,9	19,3	19,7	20,2	20,8	21,4	22,3

Źródło: BDM S.A.

Wycena porównawcza

Wyceny porównawczej X-Trade Brokers dokonujemy w oparciu o porównywalne spółki zagraniczne bazując na wskaźniku P/E na lata 2021-2022. Metoda porównawcza implikuje wycenę XTB na poziomie PLN 18,2 na akcję.

XTB – Wycena porównawcza

x o ile nie zaznaczono inaczej

	Kraj	MCAP	P/E			P/BV			ROE		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Plus500	IS	1 957	8,1	9,5	9,0	na	na	na	na	na	na
CMC Markets	GB	1 667	6,9	11,4	11,1	3,0	2,8	2,5	51%	25%	23%
IG Group	GB	5 343	9,3	12,8	11,3	2,9	2,7	2,3	33%	26%	28%
Interactive Brokers	US	26 971	20,8	20,7	17,7	2,3	2,0	1,8	10%	12%	12%
Mediana			8,7	12,1	11,2	2,9	2,7	2,3	33%	25%	23%
XTB	PL	574	9,4	7,9	7,1	0,7	0,6	0,6	21%	25%	25%
Premia/dyskonto			8%	-34%	-36%	-77%	-76%	-74%			
Implikowana wycena			13,7	22,7	23,4						
Waga			50%	50%	0%						

Wartość godziwa/akcję **18,2**

Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

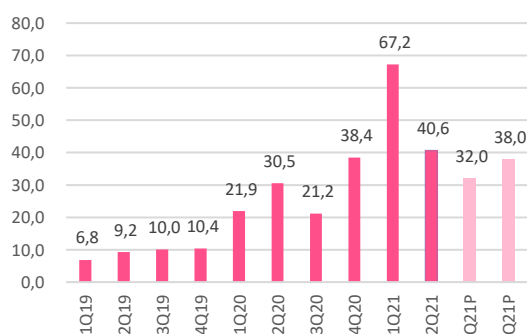
Prognozy na lata 2021-2023

W naszych prognozach zakładamy, że obrót instrumentami CFD wzrośnie z 3,175 tys. w 2020 r. do 4,351 tys. w 2021 r. (37% r/r) oraz do 4,700 tys. w 2022 r. (8% r/r). Zakładamy, że ze względu na czynniki sezonowe liczba nowych klientów w 3Q21 spadnie do 32 tys., ale obrót na aktywnego klienta – po silnym spadku w 2Q21 – ulegnie poprawie w 3Q21 oraz 4Q21. Uważamy również, że nowi klienci przyczynią się do stopniowego wzrostu średniej liczby aktywnych klientów, co z kolei znajdzie odzwierciedlenie w rosnących obrotach instrumentami CFD. W naszych prognozach zakładamy jednocześnie, że rentowność na lata spadnie z PLN 251 w 2020 r. do PLN 128 w 2021 r. oraz wzrośnie do PLN 136 w 2022 r. Powyższe założenia wynikają z oczekiwaniami, że zmienność na rynkach finansowych będzie się utrzymywała na relatywnie stabilnym poziomie, ale jednocześnie będzie zauważalnie wyższa niż w bardzo słabym 2Q21. Przy oczekiwanym wzroście kosztów ogółem o 18% r/r w 2021 r. oraz o 10% r/r w 2022 r. spodziewamy się, że zysk netto spadnie -54% r/r w 2021 r. oraz wzrośnie o 19% r/r w 2022 r.

- Kluczowymi determinantami zysku netto spółki są przychody i koszty. Koszty na przestrzeni ostatnich lat były względnie stabilne. Ich podwyższony poziom na przełomie 2020 i 2021 r. był przede wszystkim efektem rosnących kosztów osobowych (bonusy zależne od wyników) oraz wyższych kosztów marketingu. Przychody z kolei cechowały się znacznie większą zmiennością, a kluczowymi elementami w kontekście przychodów ogółem spółki była rentowność na lata oraz obrót instrumentami CFD.
- W naszych prognozach zakładamy, że obrót instrumentami CFD wzrośnie z 3,175 tys. w 2020 r. do 4,351 tys. w 2021 r. (37% r/r) oraz do 4,700 tys. w 2022 r. (8% r/r). Zakładamy, że ze względu na czynniki sezonowe liczba nowych klientów w 3Q21 spadnie do 32 tys., ale obrót na aktywnego klienta – po silnym spadku w 2Q21 – ulegnie poprawie w 3Q21 oraz 4Q21. Uważamy również, że nowi klienci przyczynią się do stopniowego wzrostu średniej liczby aktywnych klientów, co z kolei znajdzie odzwierciedlenie w rosnących obrotach instrumentami CFD.
- W naszych prognozach zakładamy jednocześnie, że rentowność na lata spadnie z PLN 251 w 2020 r. do PLN 128 w 2021 r. oraz wzrośnie do PLN 136 w 2022 r. Powyższe założenia wynikają z oczekiwaniami, że zmienność na rynkach finansowych będzie się utrzymywała na relatywnie stabilnym poziomie, ale jednocześnie będzie zauważalnie wyższa niż w bardzo słabym 2Q21.
- W efekcie powyższych założeń oczekujemy, że przychody ogółem spadną -30% r/r w 2021 r. oraz wzrosną o 14% r/r w 2022 r.
- W naszych prognozach zakładamy, że koszty ogółem wzrosną o 18/10% r/r w 2021/22 r. głównie na skutek wzrostu kosztów marketingu (odpowiednio 26/10% r/r) oraz kosztów osobowych (odpowiednio 6/6% r/r).
- W efekcie, spodziewamy się, że EBITDA spadnie -55% r/r w 2021 r. oraz wzrośnie o 20% r/r w 2022 r. Zakładamy również, że zysk netto spadnie -54% r/r w 2021 r. oraz wzrośnie o 19% r/r w 2022 r.

XTB – Liczba nowych klientów, 1Q19-4Q21P

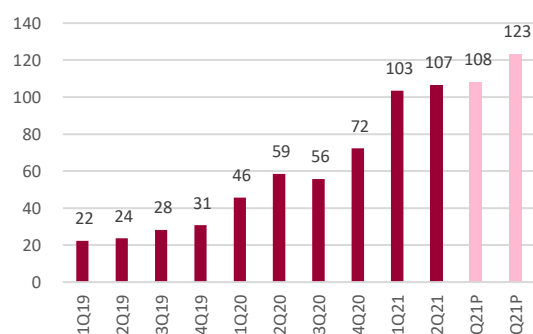
tys. szt.



Źródło: Dane spółki, prognoza BDM S.A.

XTB – Średnia liczba aktywnych klientów w kwartale, 1Q19-4Q21P

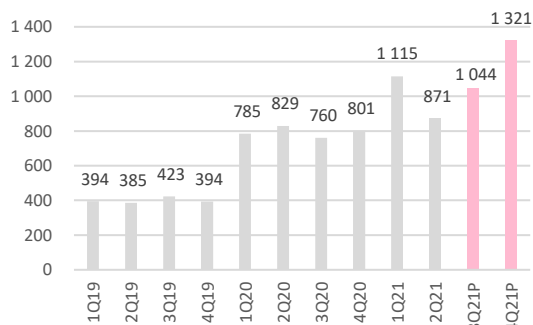
tys. szt.



Źródło: Dane spółki, prognoza BDM S.A.

XTB – Obrót instrumentami CFD, 1Q19-4Q21P

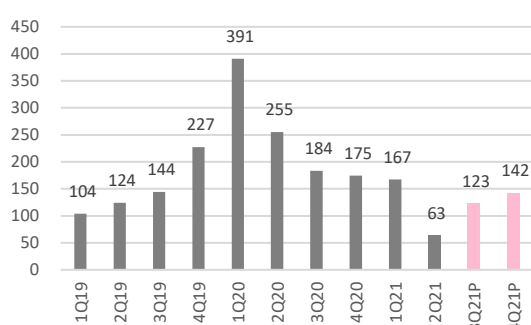
tys. lotów



Źródło: Dane spółki, prognoza DM S.A.

XTB – Rentowność na lota, 1Q19-4Q21P

PLN



Źródło: Dane spółki, prognoza BDM S.A.

XTB – Kluczowe założenia, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Obrót instrumentami CFD (w lotach)	2 095	1 597	3 175	4 351	4 700	4 934
- zmiana r/r	-5%	-24%	99%	37%	8%	5%
Rentowność na lota	138	150	251	128	136	143
- zmiana r/r	10%	9%	68%	-49%	6%	5%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

XTB – Wrażliwość zysku netto w 2021 r. na zmiany założeń dot. obrotu instrumentami CFD oraz rentowności na lota

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

		Obrót instrumentami CFD w tys. lotów							
		-25%	-20%	-10%		10%	20%	25%	
Rentowność na lota		3 264	3 481	3 916	4 351	4 787	5 222	5 439	
	-25%	96	-59	-38	4	46	88	130	151
	-20%	103	-38	-15	29	74	119	163	186
	-10%	115	4	29	80	130	180	230	255
		128	46	74	130	186	241	297	325
	10%	141	88	119	180	241	303	364	395
	20%	154	130	163	230	297	364	431	465
	25%	160	151	186	255	325	395	465	500

Źródło: BDM S.A.

XTB – Wrażliwość zysku netto w 2022 r. na zmiany założeń dot. obrotu instrumentami CFD oraz rentowności na lota

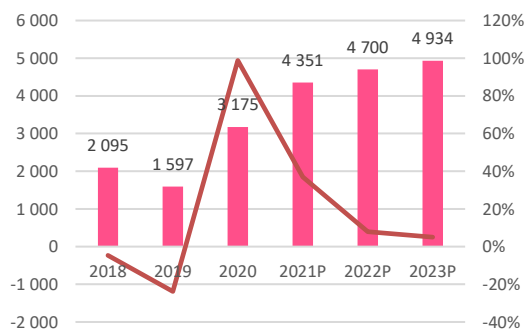
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

		Obrót instrumentami CFD w tys. lotów							
		-25%	-20%	-10%		10%	20%	25%	
Rentowność na lota		3 264	3 481	3 916	4 700	4 787	5 222	5 439	
	-25%	96	-104	-83	-41	34	42	84	105
	-20%	103	-83	-61	-16	64	73	118	140
	-10%	115	-41	-16	34	124	134	185	210
		136	25	55	114	221	233	292	321
	10%	141	42	73	134	245	257	319	349
	20%	154	84	118	185	305	319	386	419
	25%	160	105	140	210	335	349	419	454

Źródło: BDM S.A.

XTB – Obrót instrumentami CFD, 2018-2023P

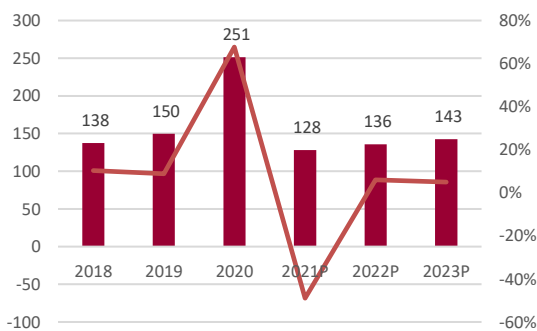
tys. lotów



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Rentowność na lota, 2018-2023P

PLN



Źródło: IZFiA, BDM S.A.

XTB – P&L, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody z działalności operacyjnej	288	239	798	558	639	705
- zmiana r/r		-17%	233%	-30%	14%	10%
Koszty działania, w tym	-172	-174	-282	-332	-367	-403
- zmiana r/r		1%	62%	18%	10%	10%
- Wynagrodzenia i św. pracownicze	-78	-86	-119	-126	-133	-140
- zmiana r/r		10%	38%	6%	6%	5%
- Marketing	-33	-38	-88	-110	-121	-136
- zmiana r/r		13%	133%	26%	10%	12%
- Pozostałe usługi obce	-25	-25	-29	-39	-45	-51
- zmiana r/r		-1%	20%	34%	15%	12%
- Pozostałe	-36	-26	-46	-56	-67	-77
- zmiana r/r		-29%	79%	23%	19%	14%
EBIT	116	65	516	227	273	302
- zmiana r/r		-44%	688%	-56%	20%	11%
EBITDA	120	72	523	236	282	312
- zmiana r/r		-40%	625%	-55%	20%	11%
Przychody finansowe netto	9	4	-17	-1	0	0
- zmiana r/r		-55%	na	na	na	na
Zysk brutto	125	69	499	226	273	302
- zmiana r/r		-44%	618%	-55%	21%	11%
Zysk netto	101	58	402	186	221	244
- zmiana r/r		-43%	597%	-54%	19%	11%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

XTB – Bilans, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Środki pieniężne klientów	364	471	1 034	1 364	1 405	1 525
Środki pieniężne własne	468	484	542	505	494	501
Aktywa fin. wyceniane FVPL	114	149	663	716	802	855
Aktywa razem	970	1 139	2 284	2 630	2 747	2 926
Zobowiązania wobec klientów	448	574	1 203	1 528	1 574	1 677
Zob. finansowe przezn. do obrotu	28	24	97	150	151	153
Zobowiązania razem	515	648	1 395	1 766	1 817	1 923
Kapitał podstawowy i zapasowy	77	77	77	77	77	77
Pozostałe kapitały rezerwowe	335	365	391	391	391	391
Zyski zatrzymane	64	72	420	396	462	535
Kapitał własny	455	491	888	864	930	1 003
Pasywa razem	970	1 139	2 284	2 630	2 747	2 926

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

XTB – Cash Flow, 2018-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	101	58	402	186	221	244
Amortyzacja	4	7	8	9	10	10
Koszty finansowe	0	2	23	0	0	0
Kapitał obrotowy	16	-11	41	-47	-63	-43
Cash flow operacyjny	140	61	469	148	167	212
Capex	-1	-3	-5	-7	-9	-9
Wydatki na nab. obligacji netto	0	-15	-384	32	-14	-25
Cash flow inwestycyjny	-1	-18	-384	25	-23	-34
Wypłacone dywidendy	-41	-20	-28	-210	-155	-171
Cash flow finansowy	-41	-25	-33	-210	-155	-171
Zmiana środków pieniężnych	97	18	52	-38	-11	7
Środki pieniężne na koniec okresu	468	484	542	505	494	501

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Omówienie wyników za 2Q21

Wyniki XTB za 2Q21 rozczarowały. Spółka wykazała stratę netto na poziomie PLN -24m. Tak słaby wynik był efektem najniższej od 5 lat rentowności na lota (PLN 63 vs. PLN 167 w 1Q20 oraz PLN 255 w 2Q20), która z kolei była pochodną dwóch elementów: 1) niskiej zmienności na rynkach finansowych oraz wąskiego zakresu wahań instrumentów bazowych, który spowodował obniżenie wyniku z *market making*, 2) ujemnym wynikiem na kryptowalutach (PLN -30m w 2Q21 vs. PLN -16m w 1Q21). Wg informacji spółki strata na kryptowalutach nie powinna już więcej mieć miejsca ze względu na zmianę strategii (ograniczenie liczby dostępnych kryptowalut oraz zabezpieczenie na wszystkich instrumentach), co z jednej strony znajdzie odzwierciedlenie w braku przychodów z *market making*, ale z drugiej wyeliminuje ryzyko straty. Bardzo niska zmienność z kolei nieco rozczarowuje. Obrót instrumentami CFD zwiększył się co prawda 5% r/r, ale był niższy -22% niż w 1Q21. Spółka pozyskała 41 tys. nowych klientów (vs. 67 tys. w 1Q21 oraz 31 tys. w 2Q20), ale kwartalny obrót na aktywnego klienta w 2Q21 zmniejszył się -42% r/r (-24% kw/kw). Po wyłączeniu straty na kryptowalutach przychody z działalności operacyjnej były najniższe od 2Q19 (pomimo istotnie wyższego obrotu instrumentami CFD w 2Q21), co wydaje się potwierdzać wyjątkowo niską zmienność w minionym kwartale. W naszym przekonaniu 2Q21 dobrze unaocznia także ogromną zmienność wyników spółki, które z kwartału na kwartał mogą się bardzo istotnie różnić. Wynik netto XTB w I półroczu wyniósł PLN 65m, a bez uwzględnienia straty na kryptowalutach c. PLN 100m.

- **W 2Q21 XTB wykazało stratę netto na poziomie PLN -24m** (vs. PLN 89m zysku w 1Q21 oraz PLN 118m zysku w 2Q20). Przychody z działalności operacyjnej zmniejszyły się -74% r/r (-70% kw/kw), a koszty operacyjne wzrosły o 17% r/r (-11% kw/kw).
- W 2Q21 **obróć instrumentami CFD** (w lotach) wyniósł 871 tys. (5% r/r, -22% kw/kw) i był pochodną liczby klientów oraz ich aktywności wynikającej ze zmienności instrumentów finansowych. W 2Q20 spółka pozyskała 41 tys. nowych klientów (33% r/r, -44% kw/kw). Średnia liczba aktywnych klientów wzrosła do 107 tys. (82% r/r, 3% kw/kw), ale średni obrót na aktywnego klienta zmniejszył się -42% r/r oraz -24% kw/kw.
- **Rentowność na lota** wyniosła PLN 63 (-75% r/r, -62% kw/kw) i była pochodną struktury obrotu oraz działalności *market making*. W 2Q21 przychody z najbardziej marżowych CFD na towary spadły -1% r/r (-48% kw/kw) do PLN 53m, a z CFD na indeksy -81% r/r (-65% kw/kw). Relatywnie słabe przychody z CFD na towary i indeksy spółka tłumaczy **niską zmiennością na rynkach finansowych oraz ograniczonym zakresem cenowym instrumentów bazowych, który spowodował obniżenie wyniku z *market making***. Spółka zwraca jednocześnie uwagę, że rentowność na lota w 2Q21 była najniższa od 5 lat, co – wg spółki – „potwierdza wyjątkowy charakter ostatniego kwartału”. Istotny wpływ na rentowność na lota miały także **przychody z CFD na waluty, które były ujemne** i w 2Q21 wyniosły PLN -25m. Było to efektem negatywnego wyniku na kryptowalutach (PLN -30m vs. PLN -16m w 1Q21).
- **Koszty operacyjne** wyniosły PLN 77m (17% r/r, -11% kw/kw). Koszty osobowe wzrosły 6% r/r (-8% kw/kw), koszty marketingu 13% r/r (-24% kw/kw), a pozostałe koszty 42% r/r (2% kw/kw).
- Spółka wykazała także ujemne **przychody finansowe netto**, które wyniosły PLN -7,6m (vs. PLN 8,3m w 1Q21 oraz PLN 2,0m w 2Q20) i wynikały z umocnienia złotych.

XTB – Wybrane dane operacyjne, 2Q20-2Q21

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	kw/kw
Obrót instrumentami CFD w lotach	829 017	760 373	800 935	1 115 389	871 300	5%	-22%
Rentowność na lota (w PLN)	255	184	175	167	63	-75%	-62%
Nowi klienci	30 523	21 178	38 413	67 231	40 623	33%	-40%
Średnia liczba aktywnych klientów w kwartale	58 508	55 760	72 346	103 446	106 563	82%	3%
Obrót na aktywnego klienta w kwartale	14,2	13,6	11,1	10,8	8,2	-42%	-24%

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Rachunek wyników, 2Q20-2Q21

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	kw/kw
Przychody z działalności operacyjnej	211,5	139,6	140,0	186,7	55,2	-74%	-70%
- CFD na towary	53,5	32,3	21,6	101,5	52,8	-1%	-48%
- CFD na indeksy	142,1	73,2	99,9	75,1	26,5	-81%	-65%
- CFD na waluty	10,7	28,3	5,0	5,0	-24,6	-330%	-590%
- CFD na akcje	1,9	4,1	4,4	6,6	3,6	88%	-46%
- CFD na obligacje	-0,0	0,1	0,0	0,1	-0,0	-96%	-101%
CFD razem	208,2	137,9	131,0	188,4	58,2	-72%	-69%
Koszty działalności operacyjnej	-65,7	-60,1	-83,6	-86,9	-77,1	17%	-11%
- Koszty osobowe	-26,9	-25,4	-28,1	-30,9	-28,5	6%	-8%
- Marketing	-22,3	-17,9	-30,9	-33,1	-25,1	13%	-24%
- Pozostałe	-16,6	-16,9	-24,7	-23,0	-23,5	42%	2%
EBIT	145,8	79,5	56,3	99,8	-21,9	na	na
Przychody finansowe	2,0	0,8	2,0	8,3	-7,6	na	na
Koszty finansowe	-7,9	-0,8	-1,3	-0,1	-1,2	na	na
Zysk brutto	139,9	79,4	57,1	108,0	-30,8	na	na
Zysk netto	117,5	68,4	40,2	89,1	-23,9	na	na

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

P/E niewymagające nawet w scenariuszu pesymistycznym

Według naszych szacunków w scenariuszu pesymistycznym wskaźniki wyceny XTB wciąż nie są wymagające. Przy naszych założeniach bowiem zysk netto spółki wyniósłby PLN 135m w 2021 r. oraz PLN 143m w 2022 r., co przekłada się na P/E na poziomie odpowiednio 13,0x oraz 12,2x i oznacza premię do zagranicznych spółek porównywalnych w wysokości odpowiednio 49/1%. W naszym scenariuszu optymistycznym z kolei zysk netto XTB wyniósłby PLN 240/328m, co przekłada się na P/E na poziomie odpowiednio 7,3/5,0x i dyskonto do zagranicznych spółek porównywalnych w wysokości odpowiednio 16/56%.

- Wyniki finansowe X-Trade Brokers są przede wszystkim pochodną przychodów przy relatywnie stabilnych, lub też dających się przewidzieć ze znacznie wyższym prawdopodobieństwem kosztów. Kluczowymi zmiennymi w kontekście przychodów jest z kolei rentowność na lota oraz obrót instrumentami CFD.
- W scenariuszu bazowym zakładamy utrzymanie zmienności na relatywnie stabilnym poziomie (ale jednocześnie zauważalnie wyższym niż w bardzo słabym 2Q21), wzrost obrotów instrumentami CFD o 37% r/r w 2021 r. oraz o 8% r/r w 2022 r. oraz rentowność na lota na poziomie PLN 128 w 2021 r. oraz PLN 136 w 2022 r. (vs. PLN 251 w 2020 r.)
- Bierzemy jednak również pod uwagę scenariusze alternatywne:
 - **Pesymistyczny**, w którym zakładamy w 2021/22 obrót niższy o 10/13% oraz rentowność na lota niższą o odpowiednio 4/9% w stosunku do naszego scenariusza bazowego. Przy zakładanych niższych kosztach ogółem o 5/10% otrzymujemy wynik netto XTB w 2021/22 na poziomie o 27/35% niższym niż w scenariuszu bazowym.
 - **Optymistyczny**, w którym zakładamy w 2021/22 obrót wyższy o 10/15% oraz rentowność na lota wyższą o odpowiednio 5/10% w stosunku do naszego scenariusza bazowego. Przy zakładanych wyższych kosztach ogółem o 5/10% otrzymujemy wynik netto XTB w 2021/22 na poziomie o 29/49% wyższym niż w scenariuszu bazowym.
- Zwracamy jednocześnie uwagę, że **prezentowane scenariusze są dalekie od scenariuszy skrajnych**. W naszym przekonaniu obrazują jednak zakres w jakim z relatywnie wysokim prawdopodobieństwem – w naszej opinii - mogą znajdować się wyniki spółki.
- Według naszych szacunków **w scenariuszu pesymistycznym** wskaźniki wyceny XTB wciąż nie są wymagające. Przy naszych założeniach bowiem zysk netto spółki wyniósłby PLN 135m w 2021 r. oraz PLN 143m w 2022 r., co przekłada się na P/E na poziomie odpowiednio 13,0x oraz 12,2x i oznacza premię do zagranicznych spółek porównywalnych w wysokości 49/1% na 2021/22. Zwracamy przy tym uwagę, że prognoza na 2021 r. uwzględnia stratę na kryptowalutach z 1-2Q21, która ze względu na zmianę strategii spółki nie powinna więcej mieć miejsca.
- **W naszym scenariuszu optymistycznym** z kolei zysk netto XTB wyniósłby PLN 240m w 2021 r. oraz PLN 328m w 2022 r., co przekłada się na P/E na poziomie odpowiednio 7,3x oraz 5,3x i dyskonto do zagranicznych spółek porównywalnych w wysokości odpowiednio 16/56%.

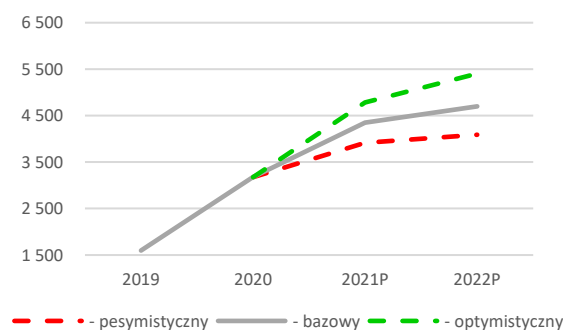
XTB – Zysk netto w scenariuszu bazowym, pesymistycznym i optymistycznym

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P			2022P		
	Pesymistyczny	Bazowy	Optymistyczny	Pesymistyczny	Bazowy	Optymistyczny
Obrót instrumentami CFD w tys.	3 916	4 351	4 787	4 089	4 700	5 404
- vs. bazowy	-10%		10%	-13%		15%
Rentowność na lota	123	128	135	124	136	150
- vs. bazowy	-4%		5%	-9%		10%
Przychody	482	558	645	506	639	808
- vs. bazowy	-14%		16%	-21%		27%
Koszty	-315	-332	-348	-330	-367	-403
- vs. bazowy	-5%		5%	-10%		10%
Zysk netto	135	186	240	143	221	328
- vs. bazowy	-27%		29%	-35%		49%

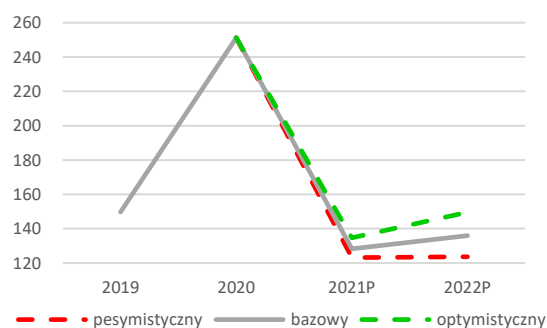
Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – Obrót instrumentami CFD w latach 2019-2022P w zależności od scenariusza
tys. lotów



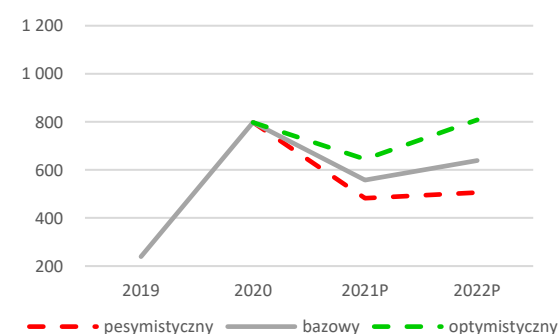
Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – Rentowność na lota w latach 2019-2022P w zależności od scenariusza
PLN



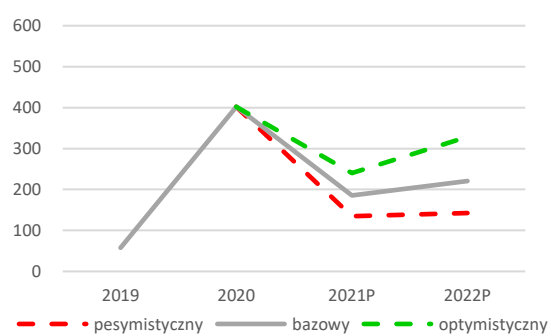
Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – Przychody w latach 2019-2022P w zależności od scenariusza
PLNm



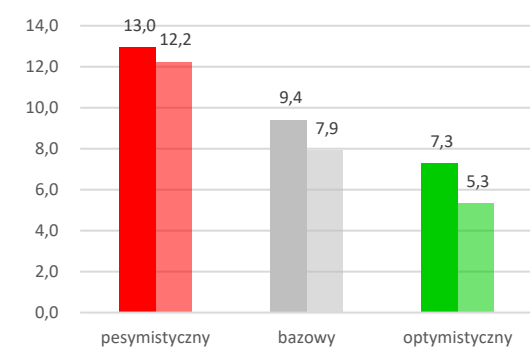
Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – Zys netto w latach 2019-2022P w zależności od scenariusza
PLNm



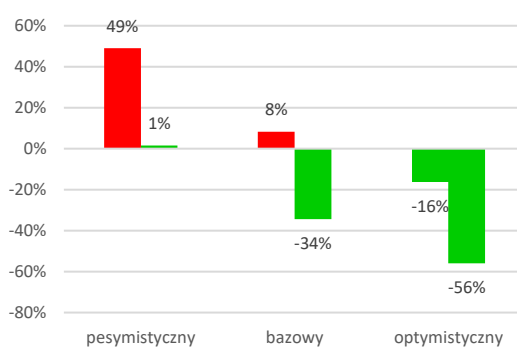
Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – P/E w latach 2021-2022P w zależności od scenariusza
x



Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – Premia/dyskonto do spółek zagranicznych na P/E w latach 2021-2022P w zależności od scenariusza
%



Źródło: Prognozy BDM S.A.

XTB – globalny dostawca usług w zakresie obrotu instrumentami finansowymi

X-Trade Brokers jest międzynarodowym dostawcą produktów i usług w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Spółka specjalizuje się w rynku OTC oraz w instrumentach pochodnych CFD, ale oferuje także inwestycje w akcje oraz instrumenty ETF. Na koniec 2020 r. oferta produktowa X-Trade Brokers obejmowała łącznie 4,8 tys. instrumentów finansowych dających ekspozycję na wszystkie kluczowe klasy aktywów. Spółka prowadzi działalność na 12 rynkach, tym głównie w Europie Środkowo-Wschodniej i Zachodniej.

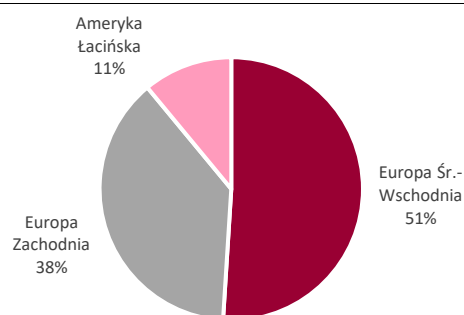
X-Trade Brokers jest międzynarodowym dostawcą produktów i usług w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Spółka specjalizuje się w rynku OTC oraz w instrumentach pochodnych CFD, ale oferuje także inwestycje w akcje oraz instrumenty ETF. XTB prowadzi działalność w segmencie detalicznym oraz instytucjonalnym. Działalność detaliczna obejmuje prowadzenie dla klientów obrotu instrumentami finansowymi. Klientom instytucjonalnym spółka oferuje technologie, dzięki którym mogą oni pod własną marką oferować obrót swoim klientom, ale także działa jako dostawca płynności (ang. *liquidity provider*). Klienci, zarówno detaliczni, jak i instytucjonalni mają możliwość skorzystania z dwóch platform transakcyjnych: *xStation* oraz *MetaTrader4*. Na koniec 2020 r. oferta produktowa X-Trade Brokers obejmowała łącznie 4,8 tys. instrumentów finansowych dających ekspozycję na wszystkie kluczowe klasy aktywów (dane na koniec 2020 r.):

- **Forex** – prawie 50 instrumentów CFD opartych o pary walutowe
- **Indeksy** – ponad 40 instrumentów CFD opartych o indeksy akcyjne z całego świata
- **Surowce** – ponad 20 instrumentów CFD opartych o surowce
- **Akcje** – ponad 2000 akcji z 16 największych giełd z całego świata
- **ETFy** – ponad 200 ETF-ów z całego świata
- **Kryptowaluty** – instrumenty CFD oparte o kluczowe kryptowaluty (m.in. Bitcoin, Ethereum)

Na koniec 2020 r. grupę X-Trade Brokers tworzyła spółka dominująca oraz 9 spółek zależnych. XTB posiadał jednocześnie 7 oddziałów zagranicznych (w Czechach, Hiszpanii, Słowacji, Rumunii, Niemczech, Francji i Portugalii). Obecnie spółka skupia się na rozwijaniu działalności na 12 rynkach, tym głównie w Europie Środkowo-Wschodniej i Zachodniej, a za priorytetowy region dalszej ekspansji uznaje Amerykę Łacińską, Afrykę i Azję. Po wynikach za 2Q21 Zarząd informował, że w najbliższych dniach XTB planuje rozpoczęcie działalności operacyjnej w Zjednoczonych Emiratach Arabskich. Jednocześnie 10 sierpnia spółka otrzymała licencję na rozpoczęcie działalności w RPA.

XTB – Struktura geograficzna przychodów w 2020 r.

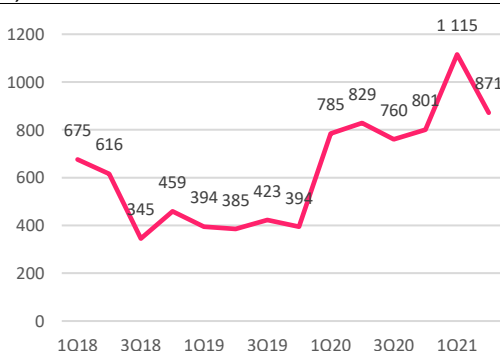
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Obrót instrumentami CFD, 1Q18-2Q21

tys. lotów



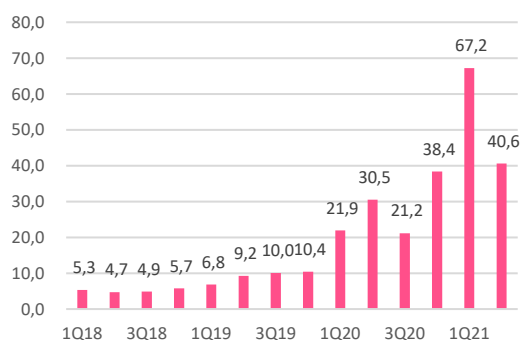
Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Rozwój geograficzny, szeroka oferta produktowa, środowisko niskich stóp procentowych oraz zmiany na rynkach finansowych spowodowały, że w ostatnich latach spółka konsekwentnie zwiększała liczbę pozyskiwanych klientów. O ile jeszcze w 2018 r. średnia kwartalna liczba nowych klientów wynosiła c. 5,1 tys., w 2019 r. wzrosła do 9,1 tys., a w pandemicznym 2020 r. zwiększyła się do 28 tys. Co ciekawe, rekordową liczbę nowych klientów (67,2 tys.) udało się spółce pozyskać nie w okresie około-pandemicznym, ale w 1Q21, który na rynkach finansowych nie charakteryzował się istotnymi jednorazowymi wydarzeniami o skali globalnej. Na początku

2021 r. Zarząd informował, że celem spółki jest pozyskanie w całym 2021 r. c. 120 tys. nowych klientów. W opinii prezesa Omara Arnaouta, biorąc pod uwagę bardzo dobry wynik osiągnięty w 1Q21 założenie to może okazać się dosyć konserwatywne, chociaż – jak zaznaczył – wiele zależeć będzie od zmienności na rynkach finansowych. W I półroczu 2021 r. liczba pozyskanych klientów wyniosła 108 tys.

XTB – Liczba nowych klientów, 1Q18-2Q21

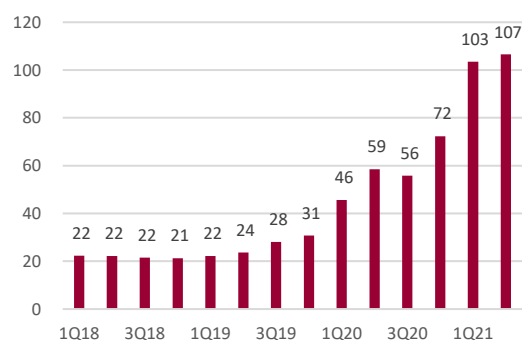
tys. szt.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Średnia liczba aktywnych klientów w kwartale, 1Q18-2Q21

tys. szt.

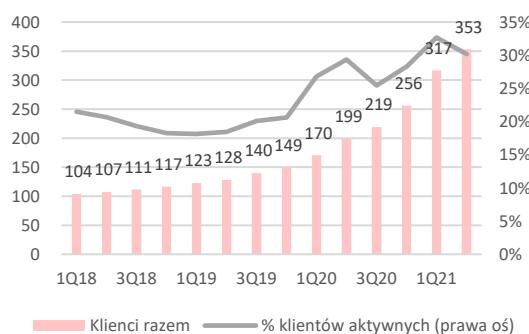


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Wraz z liczbą nowych klientów rośnie również liczba klientów aktywnych. W 4Q20 średnia liczba aktywnych klientów w kwartale wyniosła 72 tys. wobec 31 tys. w 4Q19 oraz 21 tys. w 4Q18. W 1Q21 z kolei, na skutek m.in. istotnego wzrostu liczby nowych klientów, średnia liczba klientów aktywnych wzrosła do 103 tys., a w 2Q21 do 107 tys.

XTB – Liczba klientów ogółem oraz % klientów aktywnych, 1Q18-2Q21

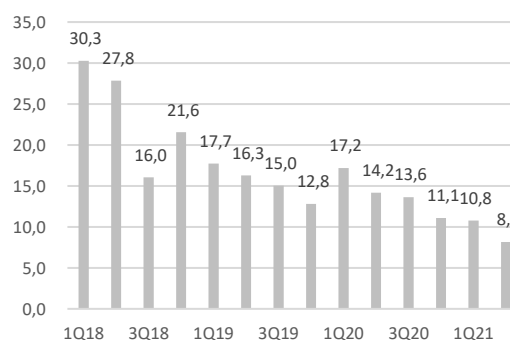
tys. szt.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Obrót instrumentami CFD na aktywnego klienta w kwartale, 1Q18-2Q21

tys. szt.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

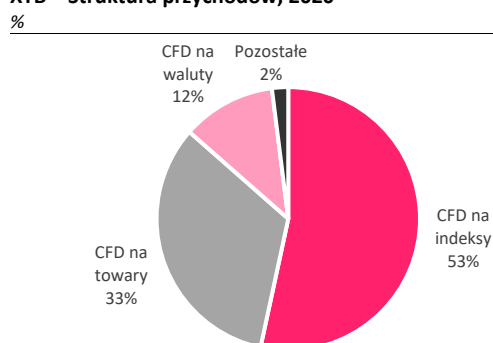
Wraz ze wzrostem liczby aktywnych klientów spada jednak obrót na aktywnego klienta. O ile na początku 2018 r. aktywny klient generował średnio kwartalnie obrót na poziomie 30 tys. lotów, w 4Q19 było to c. 13 tys., a w 1Q21 11 tys. W naszych prognozach zakładamy, że trend ten w pewnym stopniu zostanie utrzymany, a znaczna część klientów nie będzie generowała regularnego obrotu, tylko oczekiwała na pojawienie się atrakcyjnych okazji na rynkach finansowych.

Struktura przychodów oparta o *spready* i *market making*

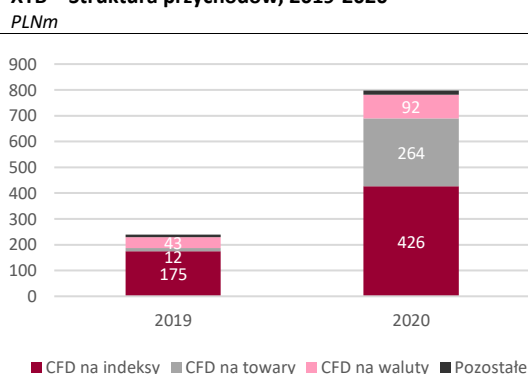
W 2020 r. przychody ogółem X-Trade Brokers wzrosły o 233% r/r (do PLN 798m), a istotny wzrost zanotowały wszystkie kluczowe składowe. Przychody z obrotu CFD na indeksy wzrosły o 143% r/r, z CFD na waluty o 116% r/r, a z CFD na towary o 2096% r/r. Jednocześnie największą część przychodów stanowiły *spready* oraz *market making*. Przychody XTB są pochodną przede wszystkim zmienności na rynkach finansowych i towarowych oraz liczby aktywnych klientów, które determinują poziom obrotów oraz rentowność na lota. Korzystne jest również występowanie wyraźnych i długich trendów rynkowych. Kluczowymi rynkami są Polska (37% udział w 2020 r.) oraz Hiszpania (16%).

Struktura przychodów w 2020 r. zdominowana była przez przychody z obrotu instrumentami CFD na indeksy oraz CFD na towary, które stanowiły odpowiednio 53% oraz 33% przychodów ogółem. Istotnie mniejszy udział miały CFD na waluty (12%) oraz pozostałe instrumenty (2%). Rok 2020 był jednak dość specyficzny ze względu na nieoczekiwane zdarzenia, które miały miejsce zarówno w realnej gospodarce, jak i na rynkach finansowych. W 2019 r. w strukturze przychodów dominowały przychody z CFD na indeksy (73%) oraz CFD na waluty (18%), a udział przychodów z CFD na towary był istotnie mniejszy (5%). W 2020 r. przychody ogółem wzrosły o 233% r/r (do PLN 798m), a istotny wzrost zanotowały wszystkie kluczowe segmenty przychodów. Przychody z obrotu CFD na indeksy wzrosły o 143% r/r, z CFD na waluty o 116% r/r, a z CFD na towary o 2096% r/r.

XTB – Struktura przychodów, 2020



XTB – Struktura przychodów, 2019-2020



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Kluczowymi zmiennymi determinującymi poziom przychodów z działalności operacyjnej są obrót instrumentami CFD (w lotach) oraz rentowność na lota.

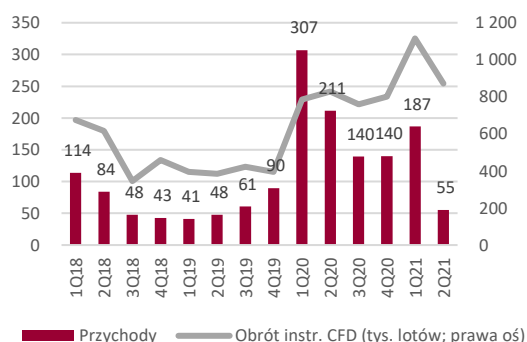
- **Obrót instrumentami CFD** jest pochodną liczby klientów oraz ich aktywności wynikającej ze zmienności instrumentów finansowych.
- Na poziom **rentowności na lota** z kolei wpływa przede wszystkim struktura obrotu, przy czym najwyższym poziomem marżowości charakteryzują się CFD na towary (ropa, gaz ziemny, złoto, itd.) oraz na indeksy giełdowe. Istotny wpływ ma także *market making*, który w latach 2019-2020 stanowił 23-30% wyniku z operacji na instrumentach finansowych.

W 2020 r. obrót instrumentami CFD wzrósł do 3,175 tys. lotów (99% r/r), a rentowność na lota zwiększyła się do PLN 251 z PLN 150 w 2019 r. Z kolei w 2Q21 obrót instrumentami CFD wzrósł o 5% r/r, a rentowność na lota spadła do PLN 63 (z PLN 255 w 2Q20).

XTB realizują działalność w segmencie detalicznym oraz instytucjonalnym. Działalność detaliczna obejmuje prowadzenie dla klientów obrotu instrumentami finansowymi, a działalność instytucjonalna (X Open Hub) spółka dostarcza płynność (liquidity provider) oraz technologię innym instytucjom finansowym. W segmencie instytucjonalnym na koniec 2020 r. spółka miała 24 aktywnych klientów (z 39 klientów ogółem) wobec 27 aktywnych klientów w 2019 r. W strukturze przychodów dominuje segment detaliczny, którego udział w 2020 r. wynosił 87% (wobec 91% w 2019 r.).

XTB – Przychody ogółem, 1Q8-2Q21

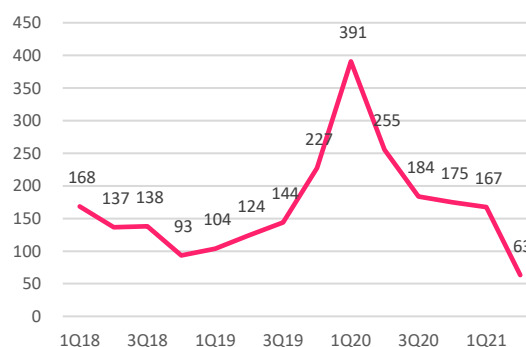
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Rentowność na lata, 1Q18-2Q21

PLN



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

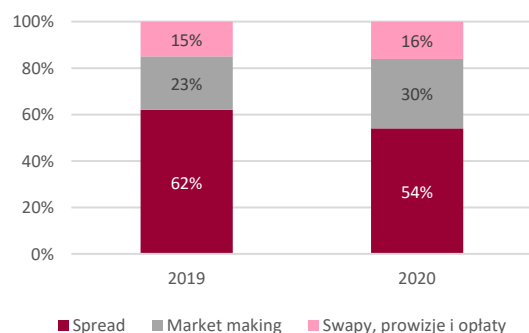
XTB generuje przychody z trzech kluczowych źródeł:

- **spreadów** (różnicy pomiędzy ceną kupna i sprzedaży)
- **prowizji i opłat** oraz **punktów swapowych** (różnica pomiędzy teoretycznym kursem forward, a kursem spot danego instrumentu)
- **market making** (druga strona transakcji)

W 2020 r. największy udział w wyniku z operacji na instrumentach finansowych stanowiły spready (54% wobec 62% w 2019 r.) oraz *market making* (odpowiednio 30% wobec 23% w 2019 r.).

XTB – Struktura wyniku z operacji na instrumentach finansowych brutto, 2019-2020

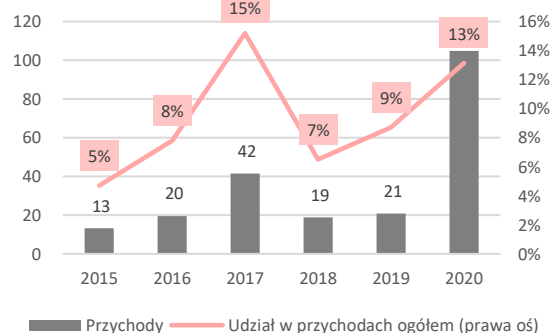
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Segment instytucjonalny – przychody oraz udział w przychodach ogółem, 2015-2020

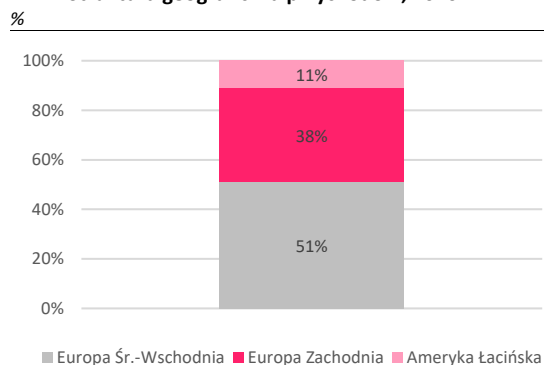
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

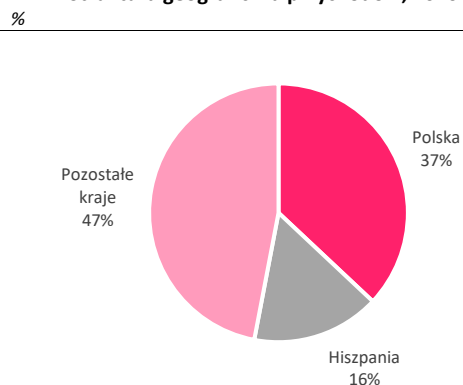
Co do zasady pozytywnie na przychody grupy wpływa wyższa zmienność na rynkach finansowych i towarowych, która skutkuje wzrostem obrotów oraz rentowności na lata. Korzystne jest również występowanie wyraźnych i długich trendów rynkowych. Bardziej przewidywalne zachowanie rynków w krótkich okresach tworzy sprzyjające warunki do zawierania transakcji w wąskim zakresie (*range trading*), co – poprzez większą liczbę transakcji przynoszących zyski klientom – prowadzi do obniżenia wyników spółki z tytułu *market making*.

XTB – Struktura geograficzna przychodów, 2020



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Struktura geograficzna przychodów, 2020



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB prowadzi swoją działalność na 12 rynkach na całym świecie, ale większość obrotów jest realizowana w Europie. W 2020 r. w strukturze przychodów 51% stanowiły kraje Europy Środkowo-Wschodniej, a 38% Europy Zachodniej. Kluczowymi rynkami z punktu widzenia przychodów są Polska (37% w 2020 r.) oraz Hiszpania (16%). Udział żadnego z pozostałych krajów nie przekraczał 15%.

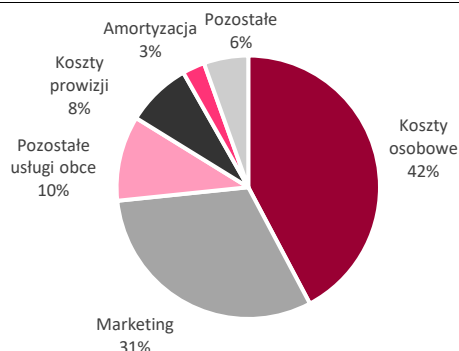
Struktura kosztów zdominowana przez koszty osobowe oraz koszty marketingu

W strukturze kosztów X-Trade Brokers dominują koszty osobowe oraz koszty marketingu, których udział w kosztach ogółem w 2020 r. stanowił odpowiednio 42% oraz 31%. W latach 2018-2019 koszty działalności w XTB były w miarę stabilne i wynosiły średnio PLN 41-43m kwartalnie. Istotny wzrost, który miał miejsce w 1Q20 (do PLN 73m) był w znacznym stopniu pochodną wzrostu biznesu oraz silnie rosnących przychodów, które znalazły odzwierciedlenie nie tylko w wyższych kosztach osobowych (bonusy), ale także w rosnących kosztach marketingu. W związku z planowanym rozwojem działalności na nowych rynkach, dalszym przyrostem bazy klienckiej oraz budowaniem marki globalnej Zarząd spodziewa się, że koszty marketingu w 2021 r. mogą wzrosnąć o ponad 20% r/r. Koszty ogółem z kolei mogą być wyższe o kilkanaście procent r/r.

W strukturze kosztów X-Trade Brokers dominują koszty osobowe, które w 2020 r. stanowiły 42% (49% w 2019 r.) oraz koszty marketingu z udziałem 31% w 2020 r. (vs. 22% w 2019 r.). Istotnie mniejszy jest udział pozostałych usług obcych (10%), kosztów prowizji (8%), czy amortyzacji (3%). W latach 2018-2019 koszty ogółem w XTB były w miarę stabilne i kształtowały się na poziomie c. PLN 41-43m kwartalnie. Istotny wzrost (do PLN 73m) miał miejsce dopiero w 1Q20 i był pochodną istotnie wyższych przychodów. Wzrosły przede wszystkim koszty osobowe (do PLN 39m z PLN 24m w 4Q19) oraz – w mniejszym stopniu – koszty marketingu (do PLN 17m z PLN 10m w 4Q19). W kosztach osobowych kluczowym elementem były zmienne koszty wynagrodzenia (bonusy) uzależnione od realizowanych przez spółkę wyników. Jednocześnie, wraz z rozwojem działalności, spółka stopniowo zwiększała zatrudnienie (do 501 osób na koniec 2020 r. z 434 na koniec 2019 r. oraz 391 na koniec 2018 r.).

XTB – Struktura kosztów ogółem, 2020

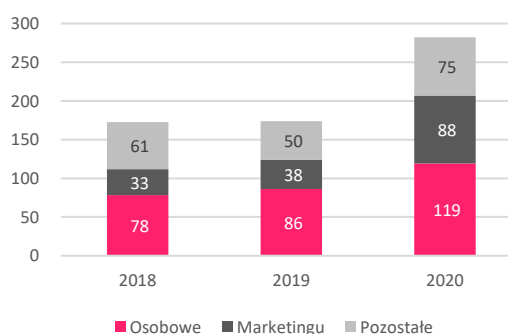
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Struktura kosztów ogółem, 2018-2020

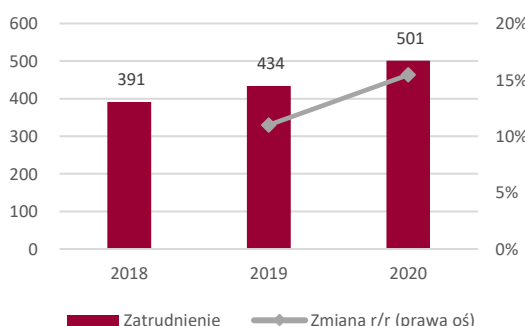
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Zatrudnienie oraz zmiana r/r

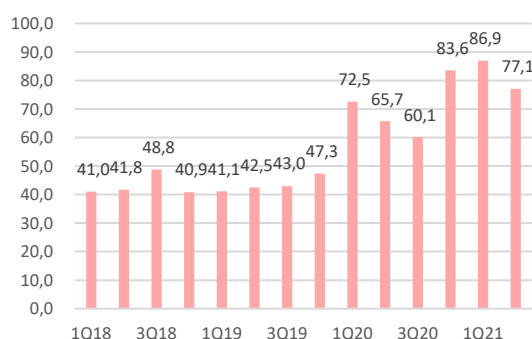
etaty



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Koszty ogółem, 1Q8-2Q21

PLNm

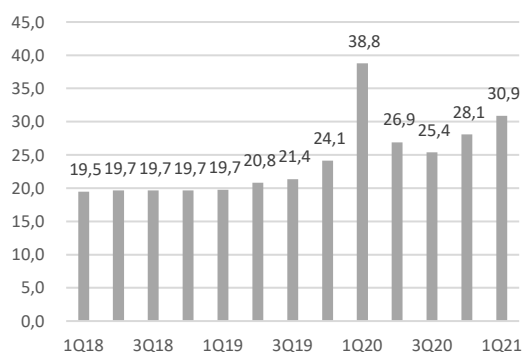


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Podobnie jak koszty osobowe, także koszty marketingu w latach 2018-2019 były względnie stabilne i wynosiły PLN 8-10m kwartalnie. Wzrost w 1Q20 był również odzwierciedleniem sytuacji na rynkach finansowych oraz otoczenia makroekonomicznego (w tym historycznie niskich stóp procentowych), które czyniły inwestycje w kontrakty CFD jeszcze bardziej atrakcyjnymi i skłoniły spółkę do większej aktywności reklamowej. Na poziom kosztów marketingowych w 2020 r. wpływ miało również nawiązanie współpracy z Jose Mourinho, który został nowym ambasadorem marki XTB.

XTB – Koszty osobowe, 1Q8-1Q21

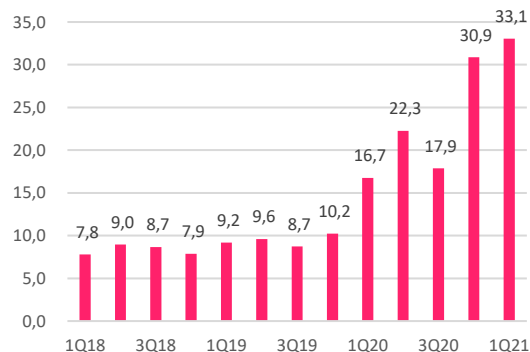
PLNm



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

XTB – Koszty marketingu, 1Q18-1Q21

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A.

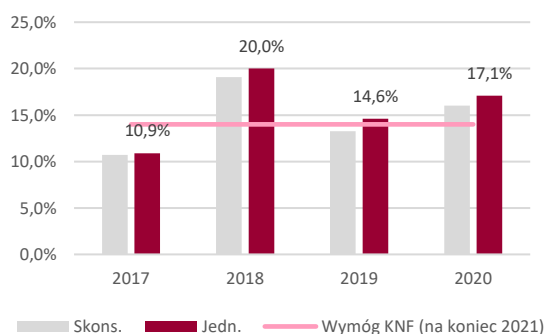
Po wynikach za 2Q21 Zarząd informował, że w związku z planowanym rozwojem działalności na nowych rynkach, dalszym przyrostem bazy klienckiej oraz budowaniem marki globalnej koszty marketingu w 2021 r. mogą wzrosnąć o ponad 20% r/r. Koszty ogółem z kolei mogą wzrosnąć o kilkanaście procent r/r.

Wysoka dywidenda determinowana przez wymogi regulacyjne

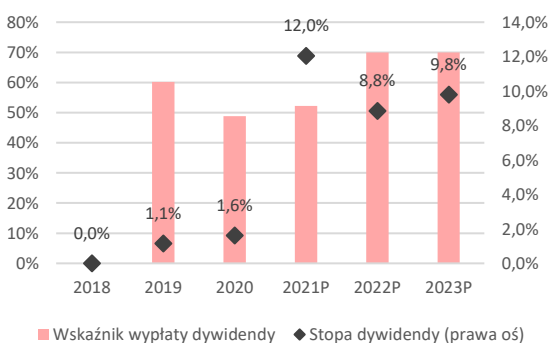
Polityka dywidendowa XTB zakłada przeznaczenie na dywidendę od 50% do 100% jednostkowego zysku netto. Kluczowymi elementami determinującymi możliwość dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami są z jednej strony wymogi regulacyjne (dot. głównie współczynnika kapitałowego oraz oceny BION), a z drugiej wyniki finansowe spółki oraz jej plany rozwojowe. Z zysku za 2020 r. WZA, zgodnie z rekomendacją Zarządu zatwierdziło przeznaczenie na dywidendę 52% jednostkowego zysku. W naszych prognozach zakładamy, że w najbliższych latach polityka dywidendowa spółki nie ulegnie zmianie. Z zysku za 2021/2022 oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 70%, co implikuje stopę dywidendy w wysokości 8,8% w 2022 r. oraz 9,8% w 2023 r.

Polityka dywidendowa X-Trade Brokers zakłada regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami z uwzględnieniem szeregu czynników regulacyjnych, a także finansowych i operacyjnych. Kluczowymi elementami determinującymi możliwość wypłaty dywidend są m.in. wymogi Komisji Nadzoru Finansowego, osiągane poziomy współczynników adekwatności kapitałowej, wyniki finansowe, perspektywy dla dalszej działalności oraz plany ekspansji. Co do zasady jednak zamiarem Zarządu jest rekomendowanie Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy wypłaty od 50% do 100% jednostkowego zysku spółki w formie dywidendy. Z zysku za 2020 r. Zarząd zarekomendował wypłatę dywidendy w wysokości PLN 210m, co stanowiło 50% jednostkowego zysku za 2020 r. (oraz 52% zysku skonsolidowanego) i zostało ostatecznie zatwierdzone przez WZA. Z zysku za 2019 r. spółka wypłaciła PLN 28m dywidendy (52% zysku jednostkowego), z zysku za 2018 r. łącznie PLN 61m (67% jednostkowego zysku), a z zysku za 2017 r. – ze względu na niewystarczającą ocenę BION - dywidendy nie było.

XTB – łączny współczynnik kapitałowy z uwzględnieniem bufora antycyklicznego oraz zabezpieczającego
%



XTB – Wskaźnik wypłaty dywidendy z zysku za rok poprzedni* oraz stopa dywidendy
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

* Dot. zysku skonsolidowanego, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

Zgodnie z opublikowaną przez Komisję Nadzoru Finansowego polityką dywidendową dla domów maklerskich (w 2021 r.), aby przeznaczyć na dywidendę do 100% zysków spółka musi m.in. na koniec każdego kwartału kalendarzowego posiadać współczynnik kapitałowy nie niższy niż 14%, a ocena BION musi być nie gorsza niż 1 lub 2. Jeżeli wymagany poziom współczynnika zostanie osiągnięty na koniec roku spółka ma możliwość przeznaczenia na dywidendę do 75% zysku netto. Na koniec 2020 r. współczynnik jednostkowy XTB wynosił 17,1% wobec 14,6% na koniec 2019 r. Jednocześnie w czerwcu 2021 r. spółka otrzymała od KNF ocenę nadzorczą BION na poziomie 2 (2,46 wobec również 2,46 w grudniu 2020 r.). W naszych prognozach zakładamy, że w najbliższych latach polityka dywidendowa spółki nie ulegnie zmianie. Z zysku za 2021/2022 oczekujemy wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 70%, co implikuje stopę dywidendy w wysokości odpowiednio 8,8/9,8%. Zwracamy uwagę, że współczynniki kapitałowe, które na przestrzeni roku istotnie się wahają, są zależne m.in. od aktywów ważonych ryzykiem, których poziomem - poprzez politykę zabezpieczania otwartej pozycji - spółka jest w stanie w znacznym stopniu zarządzać.

Niskie stopy procentowe oraz rosnąca stopa oszczędności zachętą dla inwestycji

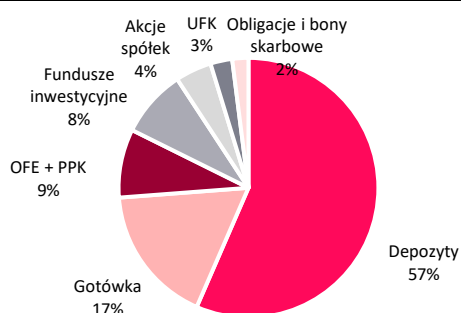
Na koniec 2020 r. akcje spółek publicznych stanowiły zaledwie 4,5% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Jednocześnie Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie stopy procentowe oraz oprocentowanie depozytów, a z drugiej rosnącą stopę oszczędności Polaków, oczekujemy, że udział akcji oraz innych form inwestycji w strukturze oszczędności Polaków będzie stopniowo rosnąć. Sprzyjać temu powinna także wciąż relatywnie wysoka inflacja, która powoduje, że realne oprocentowanie depozytów jest wyraźnie poniżej zera.

Wysoki udział depozytów w aktywach gospodarstw domowych, rosnąca stopa oszczędności...

Na koniec 2020 r., według danych IZFiA akcje spółek publicznych stanowiły zaledwie 4,5% oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Zdecydowanie przeważały depozyty i gotówka, których udział sięgał niemal 75% oszczędności Polaków. Według danych OECD Polska jest krajem o jednym z najwyższych udziałów depozytów i gotówki w aktywach finansowych gospodarstw domowych i niższym od średniej udziałem funduszy inwestycyjnych. Z kolei w USA, jak podaje *strefainwestorow.pl* na podstawie raportu JP Morgan, obecnie aż ponad 40% oszczędności gospodarstw domowych jest ulokowane w akcjach.

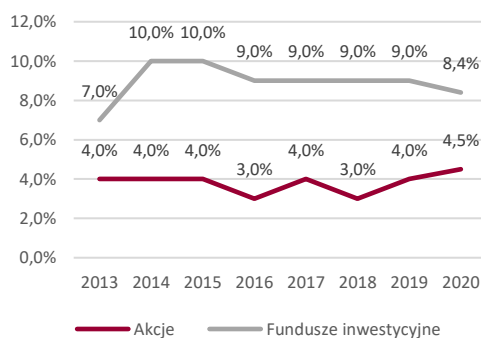
Polska – Struktura oszczędności gospodarstw domowych, 2020 r.

%



Polska – Udział akcji spółek publicznych oraz funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych, 2013-2020

%

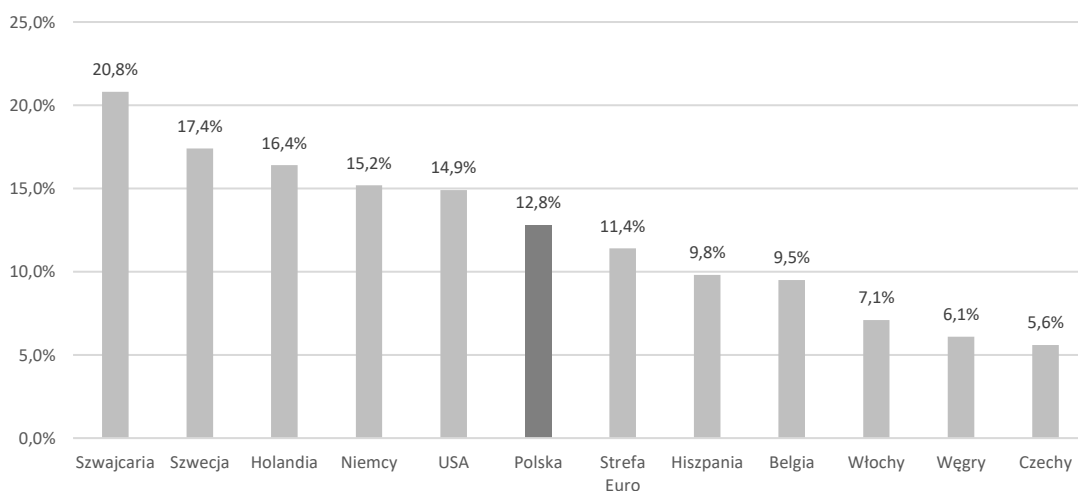


Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Źródło: IZFiA, BDM S.A.

Prognozy stopy oszczędności gospodarstw domowych w 2021 r.

%



Źródło: Parkiet za OECD, BDM S.A.

W latach 2010-2018 Polska charakteryzowała się również relatywnie niską stopą oszczędności (udział w dochodzie rozporządzalnym środków przeznaczonych na oszczędności) na poziomie 2,3% wobec 10,6% średnio w UE. Programy pomocowe realizowane w obliczu pandemii COVID-19 oraz ograniczona konsumpcja spowodowały jednak, że stopa oszczędności na świecie w 2020 r. wyraźnie wzrosła. Według najnowszych prognoz OECD stopa oszczędności w Polsce w 2021 r. wyniesie 13% wobec 15% w Niemczech i w USA, 11% w Strefie Euro oraz 6% w Czechach i na Węgrzech.

...oraz historycznie niskie oprocentowanie depozytów ...

W obliczu oczekiwanego spowolnienia gospodarczego spowodowanego pandemią, w marcu 2020 r., na nadzwyczajnym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopę referencyjną o 50pb do 1,0%. Była to pierwsza zmiana poziomu stóp procentowych od marca 2015 r. Wraz z szybkim rozwojem pandemii oraz obawą o jej wpływ na krajową sytuację gospodarczą, w kwietniu RPP zdecydowała o kolejnej obniżce wszystkich stóp o 50bp, a pod koniec maja 2020 r. miała miejsce jeszcze jedna obniżka stopy referencyjnej o kolejne 40pb. Tym samym stopa referencyjna została ostatecznie obniżona do 0,1%, co było najniższym poziomem w historii. W następstwie obniżek stóp procentowych, w kwietniu 2021 r. średnie oprocentowanie nowych depozytów dla gospodarstw domowych wynosiło zaledwie 0,2%, a dla przedsiębiorstw 0,03%.

WIBOR 3M, 2010-2021

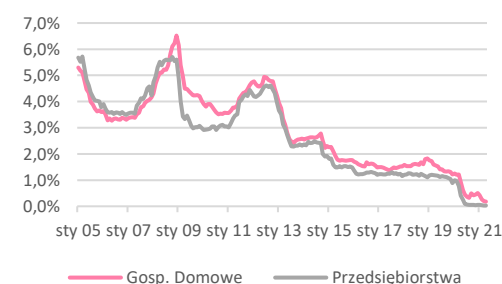
%



Źródło: Stooq.pl, BDM S.A.

Średnie oprocentowanie nowych depozytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, 2005-2021

%



Źródło: NBP, BDM S.A.

...powinny zachęcać do szukania alternatywnych możliwości inwestycyjnych.

Biorąc pod uwagę z jednej strony historycznie niskie oprocentowanie depozytów, a z drugiej wciąż relatywnie niskie zainteresowanie akcjami jako formą lokowania kapitału, a jednocześnie rosnącą stopę oszczędności oczekujemy, że udział akcji oraz innych form inwestycji w strukturze oszczędności Polaków będzie stopniowo rosnąć. Sprzyjać temu powinna także wciąż relatywnie wysoka inflacja, która powoduje, że realne oprocentowanie depozytów oraz stopa zwrotu wybranych funduszy rynku długu są poniżej zera.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Brymora

Dyrektor Wydziału

tel. (+48) 501 238 443

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

strategia, chemia, przemysł, energetyka**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 666 073 972

e-mail: michal.fidelus@bdm.pl

banki, finanse**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 668 516 977

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel, media**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (+48) 516 086 705

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	20,0	-	-	12.08.2021	7:00 CEST	14,88	68 814

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC – średni ważony koszt kapitału
CAGR – średnioroczny wzrost
EPS – zysk netto na 1 akcję
DPS – dywidenda na 1 akcję
CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA – stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'21*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowi osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.08.2021 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.08.2021 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępnych analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 11.08.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
 - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
 - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.