

czwartek, 7 grudnia 2017 | opracowanie cykliczne

Banki – Podsumowanie wyników kwartalnych 3Q'17

Polska, Banki

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Wyniki za 3Q'17 oceniamy neutralnie i nie powinny się one przełożyć na wzrost prognoz rynku w krótkim okresie (nie licząc zdarzeń jednorazowych w Pekao). Sektor szczególnie pozytywnie zaskoczył rynek po stronie wyniku prowizyjnego oraz kosztów operacyjnych. Z drugiej strony, wynik odsetkowy był zgodny z oczekiwaniami, zaś saldo rezerw zaskoczyło in minus. Marża odsetkowa wzrosła w kwartale o 6 p.b. i był to kolejny kwartalny wzrost po bardzo dobrym 2Q'17 (+11 p.b. Q/Q). Wzrost przychodów odsetkowych w 3Q'17 (+2,5% Q/Q) przeważał pierwszy w tym roku wzrost kosztów odsetkowych (+1,2% Q/Q). W 3Q'17 banki zanotowały wzrost kredytów korporacyjnych, a ich udział w całkowitych kredytach wzrósł z 45% do 46%. Wyniki banków wspierane były przez strukturę depozytów, która przesunęła się w kierunku bieżących depozytów z udziałem na poziomie 52,3% z 51,5% w 2Q'17 i z 46,9% w 3Q'16. Średnio, banki „pobiły” konsensus zysku netto jedynie o 3,6%. Szacowany przez nas powtarzalny wynik netto wzrósł w 3Q'17 o 6,0% Q/Q, zaś w przeciągu 9M'17 o 22,2% R/R. Uważamy, że wyniki za 9M'17 nie spowodują znaczącego wzrostu konsensusu na cały 2017 rok chociaż ten nie zawiera w pełni zysku jednorazowego w Pekao (uwzględnia jedynie 220 z 400 mln PLN). Ponadto, nie oczekujemy żadnych negatywnych jednorazowych zdarzeń w czwartym kwartale roku, tak jak to miało miejsce w 2016 i 2015 roku.

Konsensus na 2017 nie wzrośnie

W 3Q'17 75% badanych przez nas banków zaraportowało wynik netto powyżej średnich oczekiwań rynkowych. 50% banków zaraportowało wyższy od oczekiwań wynik odsetkowy, 62,5% prowizyjny, zaś aż 75% niższe koszty operacyjne. W przypadku powtórzenia przez sektor wyników bez zdarzeń jednorazowych z 3Q'17 w 4Q'17 konsensus zysku netto na 2017 rok powinien spaść o 1%. Niemniej jednak nie oczekujemy negatywnej rewizji prognoz chociażby ze względu na niepełne uwzględnienie w prognozach zysku jednorazowego w Pekao (uwzględnione jedynie 220 mln PLN z 400 mln PLN). Zakładając, że w 4Q'17 banki powtórzą zysk z 3Q (bez zdarzeń jednorazowych) największy potencjał do wzrostu konsensusu ma Alior Bank (o 7,0%), a następnie PKO BP (o 5,5%), Bank Handlowy (o +4,3%) oraz Bank Millennium (o +2,5%). Z drugiej strony uważamy, że rynek przeszacował wyniki GNB (strata powinna wzrosnąć aż o 84%), ING BSK (konsensus za wysoki o 3,1%) oraz w BZ WBK (o 2,4%).

Wolumeny i prowizje powinny wspierać wyniki w 2018 roku

Jak wynika z konferencji banki uważają, że potencjał do poprawy marży odsetkowej może być już mocno ograniczony, zaś wyniki powinny być wspierane przez wynik prowizyjny oraz wolumeny kredytowe. Jednocześnie, sektor oczekuje poprawy kosztu ryzyka w segmencie detalicznym, zaś w segmencie korporacyjnym stabilizacji. Chociaż sytuacja gospodarcza jest sprzyjająca to coraz wyższa presja na płace ma swoje odzwierciedlenie w saldzie rezerw dla korporacji. Większość banków oczekuje jednej podwyżki stóp procentowych w 4Q'18, która nie powinna mieć materialnego wpływu na wyniki. Wpływ IFRS9 na sytuację kapitałową banków nie został jeszcze ujawniony.

Przeważać banki bez CHF

Pomimo znacznie niższej rentowności sektora oraz zdolności dywidendowych na wskaźniku 12M forward P/E indeks WIG Banki znajduje się 1% powyżej swojej 5-letniej średniej. Rynek dyskontuje już podwyżki stóp procentowych w Polsce oraz umocnienie PLN do CHF, które potencjalnie zdejmują presję z sektora odnośnie przewalutowania. W przypadku takich banków jak PKO BP czy Bank Millennium wyceny na wskaźniku P/BV implikują jedynie 3% dyskonto do 5-letniej średniej, a na wskaźniku P/E odpowiednio 17% i 7% premię. Uważamy, że obecnie należy przeważać banki bez ekspozycji na kredyty CHF ze względu na ich bardziej atrakcyjne wyceny oraz niższe ryzyko regulacyjne.

Podsumowanie wyników kwartalnych dla sektora

(mln PLN)	3Q'16	2Q'17	3Q'17	R/R	Q/Q	konsensus
Wynik odsetkowy	6 541,9	7 133,6	7 334,8	12,1%	2,8%	7 311,2
Wynik prowizyjny	2 439,3	2 579,2	2 633,1	7,9%	2,1%	2 610,4
Koszty operacyjne	4 529,1	4 711,2	4 578,6	1,1%	-2,8%	4 795,0
Saldo rezerw	1 321,8	1 392,6	1 415,0	7,1%	1,6%	1 353,1
Zysk netto	2 391,2	2 767,4	2 847,6	19,1%	2,9%	2 749,9
NIM (%)	2,83	2,96	3,02	+0,18	+0,06	
CoR (%)	0,79	0,79	0,79	-0,00	+0,00	
ROE (%)	8,76	9,78	9,93	+1,18	+0,15	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, PAP

Zmiana kursu YTD

Banki	YTD
PKO BP	+44,3%
Pekao	-8,5%
BZ WBK	+13,0%
mBank	+37,1%
ING BSK	+26,7%
Alior Bank	+39,3%
Millennium	+60,1%
Handlowy	-7,6%
Getin Noble Bank	+13,6%
Idea Bank	+5,1%
Unicredit	+18,7%
Getin Holding	+49,0%
BOŚ	-14,5%
Santander	+9,6%
WIG-Banki	+27,3%
WIG	+20,1%

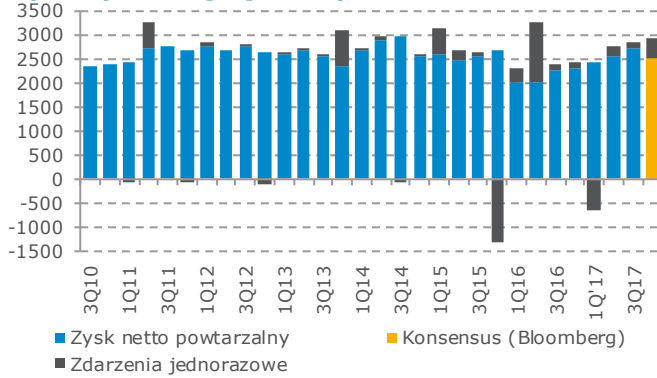
Wykonanie prognoz YTD

Banki	YTD
PKO BP	+76%
Pekao	+66%
BZ WBK	+75%
ING BSK	+72%
Millennium	+75%
Handlowy	+71%
Alior Bank	+79%
Getin Noble Bank	n.m.
Rynek	+72%

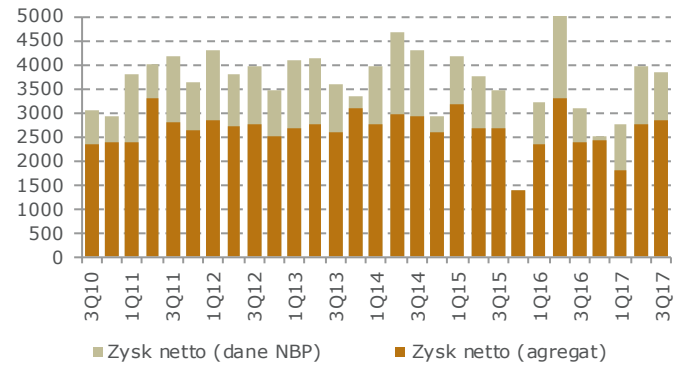


Zysk netto (mln PLN)

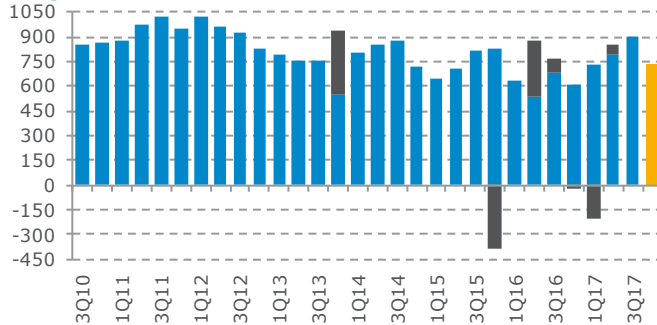
Rynek (dane zagregowane)



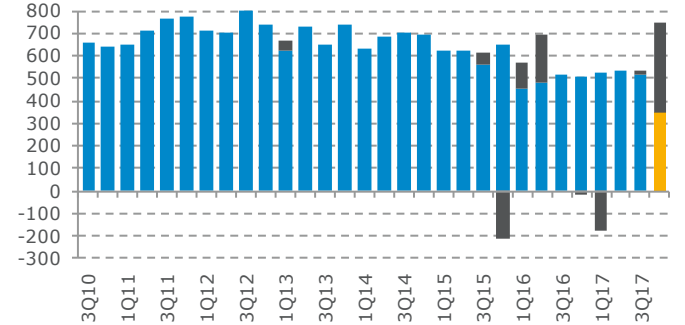
Rynek (dane zagregowane na tle danych NBP)



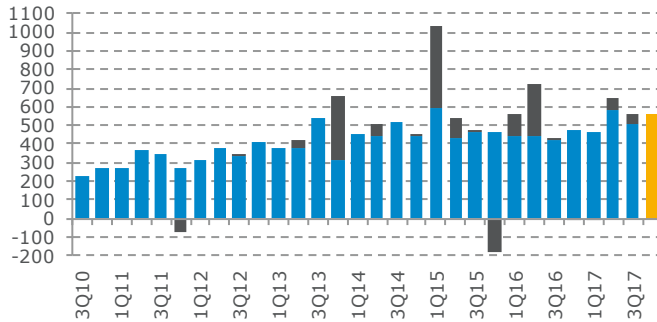
PKO BP



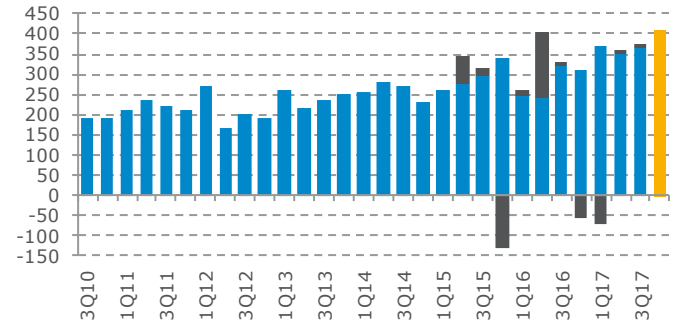
Pekao



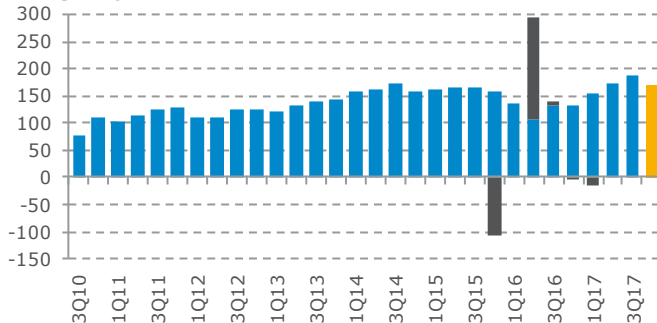
BZ WBK



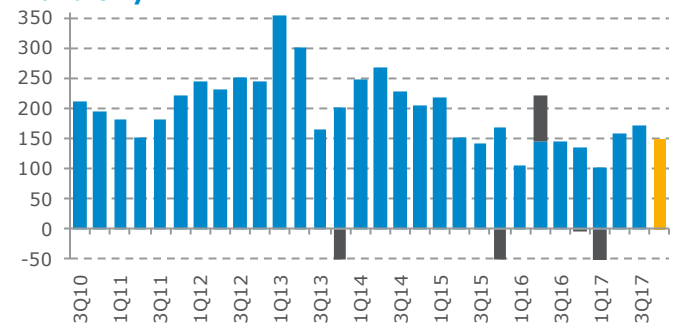
ING BSK



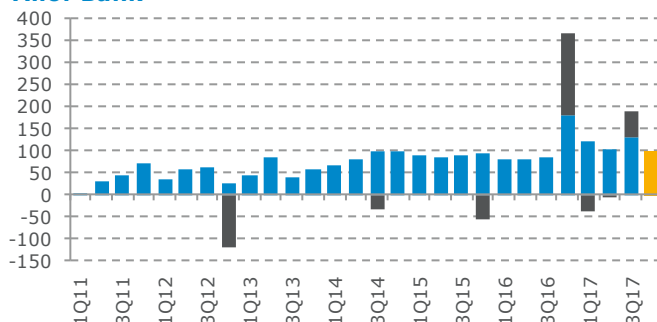
Millennium



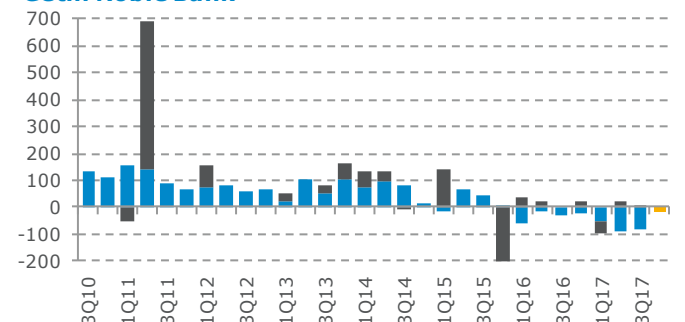
Handlowy



Alior Bank

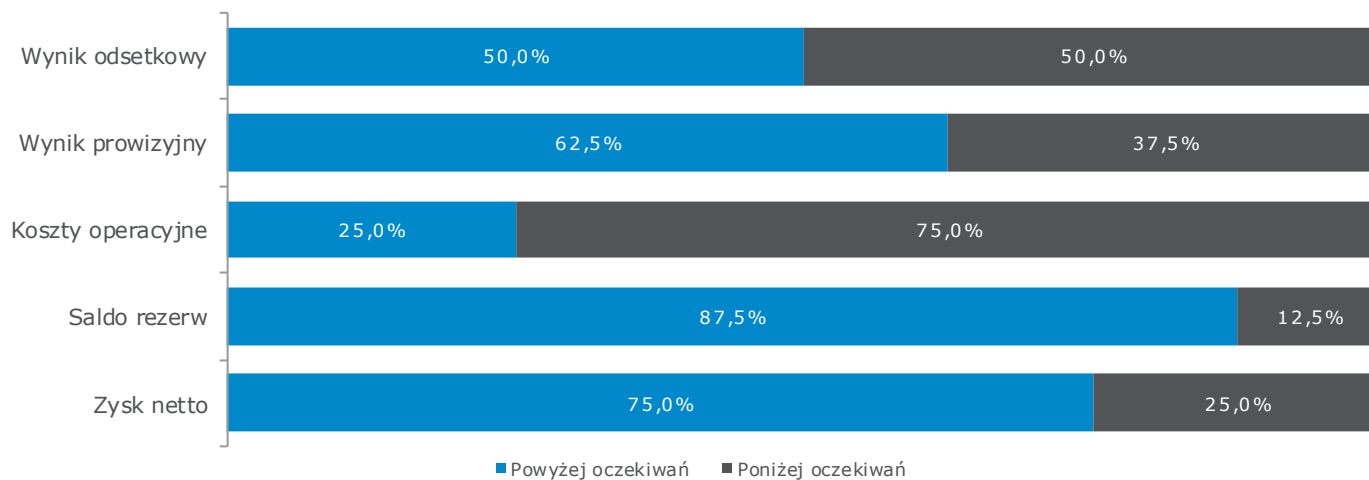


Getin Noble Bank

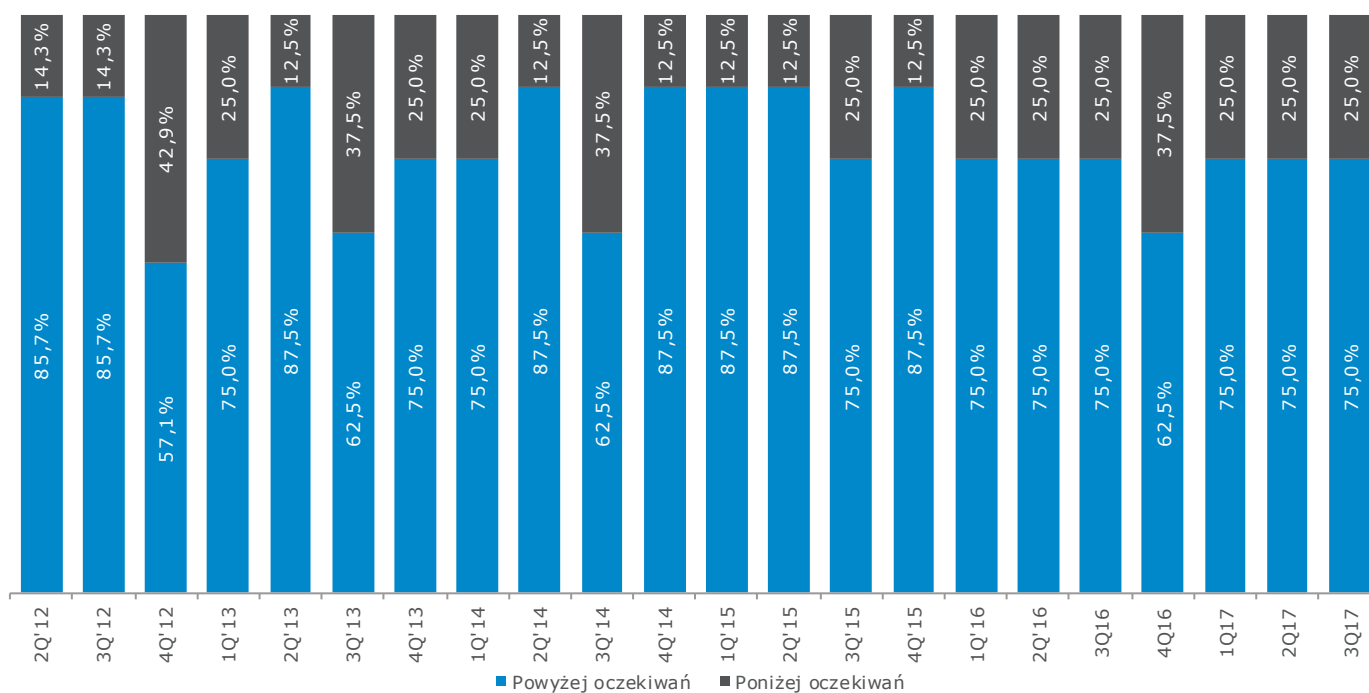


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Statystyka wyników vs. oczekiwania w 3Q'16



Zysk netto wobec oczekiwań rynkowych



Zysk netto dla poszczególnych banków wobec oczekiwań rynkowych

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
PKO	5%	-2%	1%	2%	4%	-1%	7%	7%	20%	3%	1%	5%	-3%	3%	3%	4%
PEO	11%	-7%	3%	4%	1%	4%	3%	4%	15%	7%	12%	8%	3%	7%	2%	2%
BZW	-1%	5%	3%	4%	4%	10%	6%	4%	9%	8%	10%	0%	8%	2%	13%	0%
ING	3%	2%	3%	0%	7%	11%	20%	6%	12%	8%	8%	17%	-6%	4%	-2%	1%
MIL	2%	3%	-1%	3%	6%	10%	11%	1%	-11%	3%	-8%	2%	4%	17%	2%	3%
BHW	9%	17%	7%	-8%	5%	6%	-2%	-3%	9%	-1%	11%	-3%	2%	-30%	5%	8%
ALR	-9%	1%	2%	7%	10%	13%	2%	2%	5%	6%	1%	4%	358%	6%	7%	24%
GNB	54%	22%	7%	-37%	-81%	11%	19%	-1%	21%	-4,8x	-0,9x	1,2x	-0,7x	0,3x	0,4x	-1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

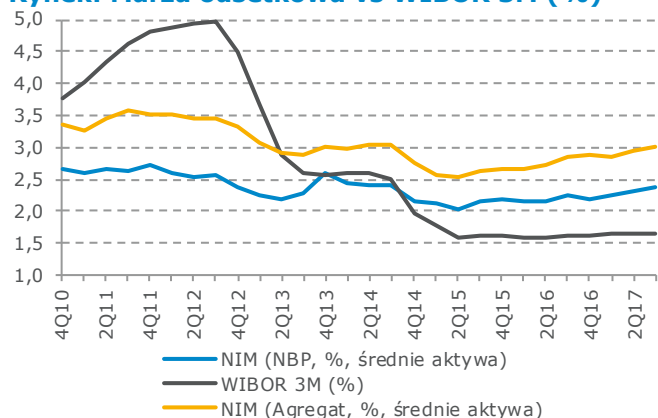
Wynik odsetkowy

Wynik odsetkowy nie zaskoczył rynku w 3Q'17. Marża odsetkowa w 3Q'17 znalazła się na poziomie z 3Q'14 co sugeruje prawie całkowitą odbudowę marży po cięciu stóp na rynku na poziomie 100 p.b. Uważamy, że odbudowa marży w takim stopniu nie była założona przez rynek, co mogłoby sugerować pozytywną rewizję prognoz na 2018. Niemniej jednak rewizja ta musi zostać skonfrontowana z odsuniętymi prognozami odnośnie podwyżek stóp procentowych planowanych przez rynek obecnie na 4Q'18 w wysokości zaledwie 25 p.b. Dodatkowo uważamy, że w 2018 roku rynek może spotkać presja ze strony kosztów depozytów. Ponadto, pierwszy raz od 4Q'16 sektor zanotował wzrost kosztów odsetkowych (+1,2% Q/Q).

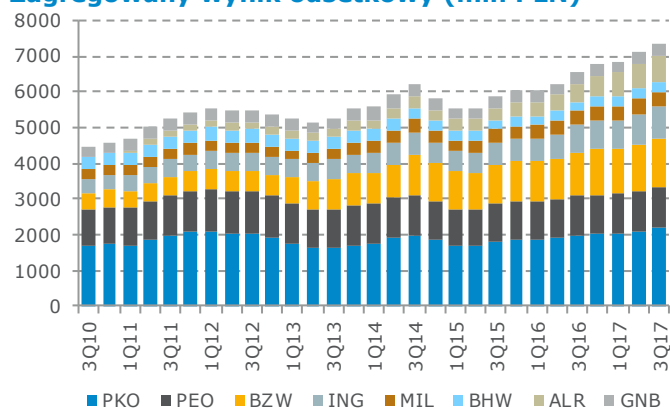
Zagregowany wynik odsetkowy analizowanych przez nas polskich banków wzrósł w 3Q'17 o 2,8% Q/Q i 12,1% R/R i był zgodny z oczekiwaniami rynku. Na danych szczegółowych 50% banków zaraportowało lepsze od oczekiwań wyniki na tej linii, co stanowi znacznie gorszy wynik niż w 2Q'17

(wówczas 88% banków powyżej konsensusu). Marża odsetkowa zanotowała kwartalny wzrost o 6 p.b. i była wspierana przez przychody odsetkowe (2,5% Q/Q). W 3Q'17 sektor zintensyfikował sprzedaż kredytów korporacyjnych (+2,2% Q/Q) oraz konsumenckich (+3,0% Q/Q). Banki uważają, że dalsza poprawa marży odsetkowej może być trudna do osiągnięcia chociaż nie niemożliwa (np. PKO BP czy GNB). Wsparcie dla wyniku ma głównie pochodzić ze sprzedaży kredytów, a nie spadającego kosztu finansowania. W 3Q'17 pozytywnie wynikiem odsetkowym zaskoczyły rynek PKO BP (1,3% powyżej) oraz Bank Millennium (0,8% powyżej). Jednocześnie w 3Q'17 spadek marży odsetkowej (do średnich aktywów) zanotował jedynie Alior Bank (-14 p.b.), którego marża i tak od początku roku wzrosła o 12 p.b. Największy wzrost zanotowało PKO BP (+11 p.b. Q/Q) oraz Bank Handlowy (+10 p.b. Q/Q).

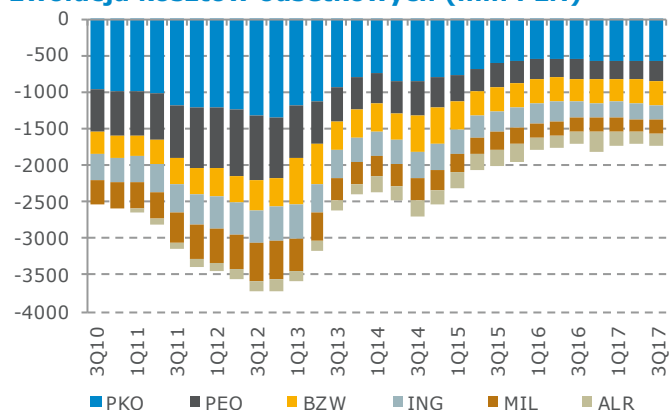
Rynek: Marża odsetkowa vs WIBOR 3M (%)



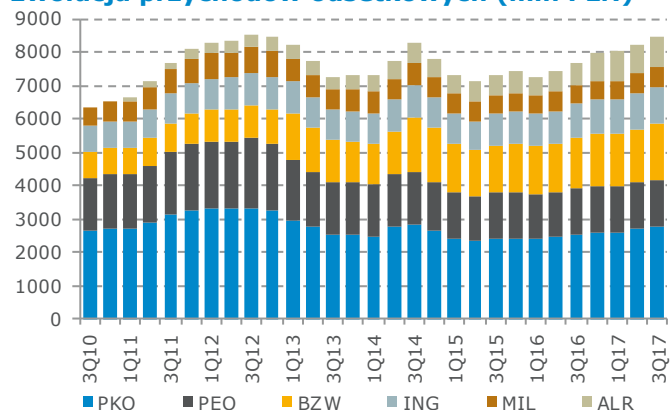
Zagregowany wynik odsetkowy (mln PLN)



Ewolucja kosztów odsetkowych (mln PLN)



Ewolucja przychodów odsetkowych (mln PLN)



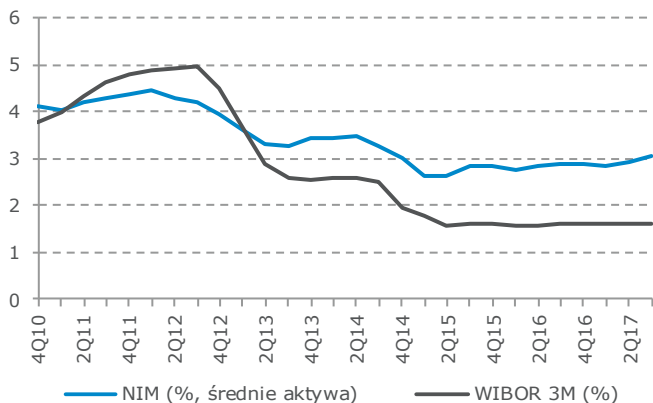
Kwartalna zmiana marży odsetkowej (do średnich aktywów)

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17
PKO	0,16	0,03	0,02	-0,23	-0,23	-0,38	-0,02	0,22	0,00	-0,07	0,05	0,05	0,00	-0,03	0,09	0,11
PEO	0,04	-0,03	0,04	-0,12	-0,28	-0,03	-0,09	0,02	0,05	0,11	0,05	0,06	-0,08	-0,04	0,08	0,02
BZW	-0,08	-0,07	0,11	0,58	-0,64	-0,08	-0,04	0,13	0,06	-0,07	0,05	0,14	0,06	-0,11	0,13	0,06
ING	0,02	-0,01	-0,09	0,00	-0,08	-0,12	0,04	0,08	0,02	0,03	0,01	0,28	0,06	-0,01	0,08	0,07
MIL	0,23	0,08	0,09	-0,07	-0,20	-0,16	-0,13	0,08	0,05	0,01	0,18	-0,03	0,00	0,01	0,15	0,06
BHW	-0,04	-0,07	0,08	-0,05	-0,43	0,00	-0,17	-0,07	0,09	0,00	0,15	0,19	0,06	-0,09	0,10	0,10
ALR	0,73	-0,65	0,36	0,00	-0,23	-0,13	-0,05	-0,03	-0,07	-0,07	-0,03	0,20	0,26	-0,10	0,36	-0,14
GNB	0,22	0,06	-0,07	0,09	-0,34	-0,37	0,06	0,11	0,21	-0,10	0,03	0,06	0,11	-0,04	0,02	0,06
NBP*	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

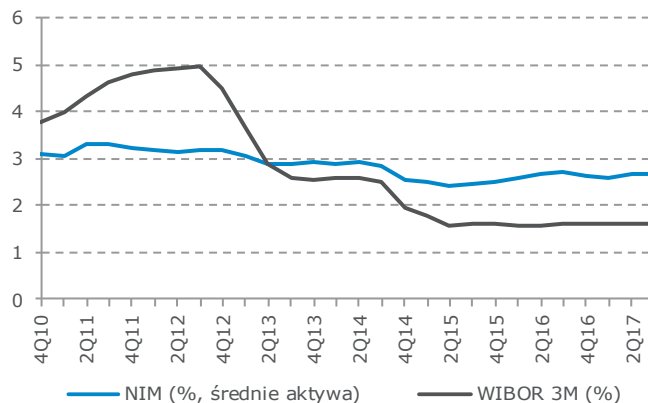
Źródło: Dom Maklerski mBanku; *stopa referencyjna NBP

NIM vs. WIBOR 3M

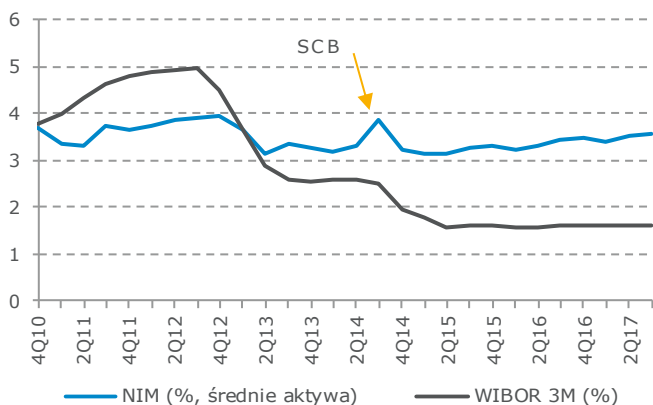
PKO BP



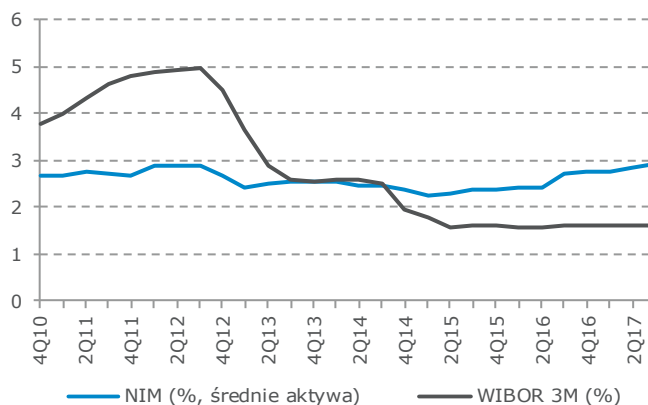
Pekao



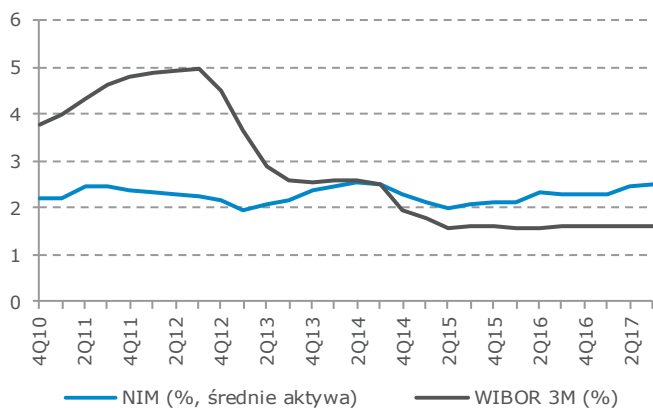
BZ WBK



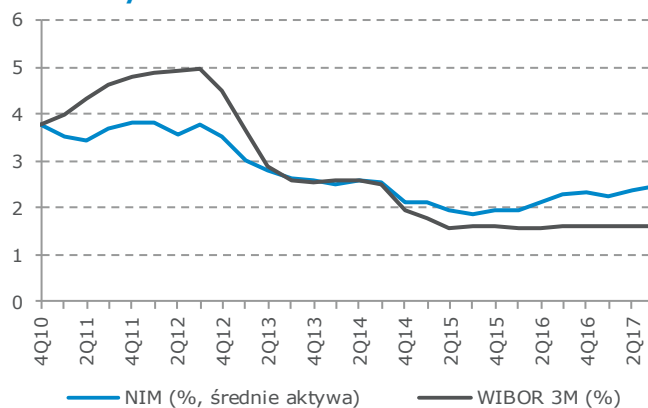
ING BSK



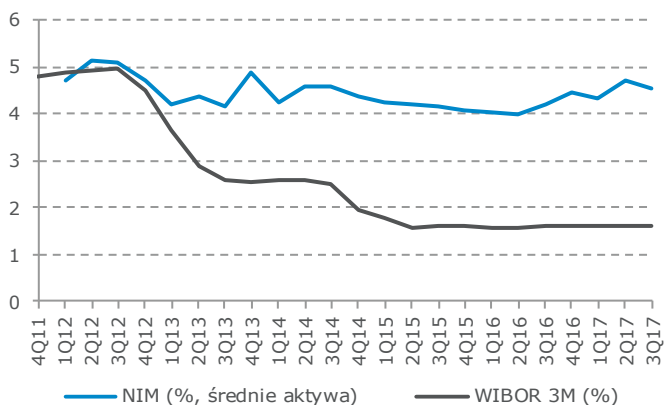
Millennium



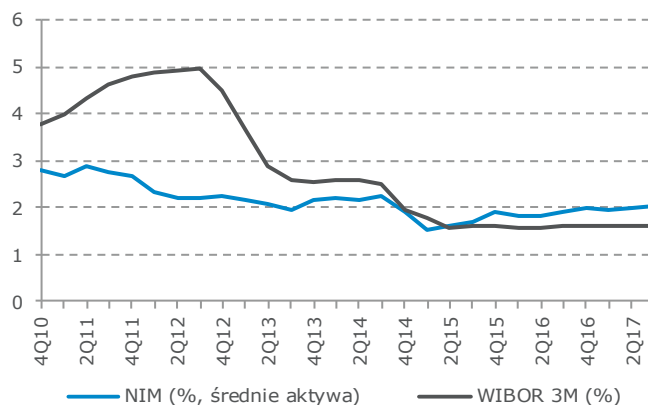
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



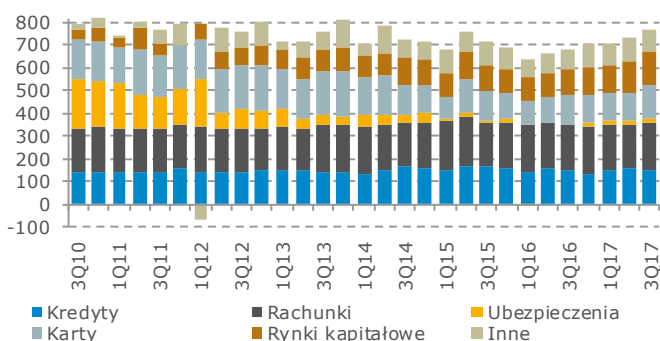
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Prowizje i opłaty

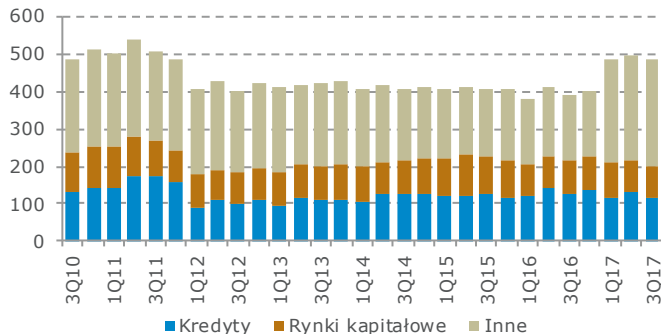
Wynik prowizyjny był najjaśniejszym punktem wyników w 3Q'17, a po 9M'17 znajduje się 1,7% powyżej średnich oczekiwań rynkowych. Oczekujemy, że banki będą nadal starały się podwyższać opłaty w kolejnych kwartałach chociaż ich obecny poziom do średnich aktywów jest na znacznie wyższym poziomie niż w Czechach czy w Austrii. Przeszkodą w dalszych podwyżkach opłat i prowizji może być rosnąca presja na ceny depozytów, analogicznie jak w Czechach. Zagregowany wynik prowizyjny analizowanych przez nas banków wzrósł w 3Q'17 o 2,1% Q/Q i 7,9% R/R oraz był 0,9% powyżej konsensusu (63% analizowanych przez nas

banków zaraportowało wynik prowizyjny powyżej oczekiwań rynkowych vs. 50% w 2Q'17). Wzrost wyniku prowizyjnego R/R został głównie spowodowany przez prowizje związane z rynkami kapitałowymi (+17,5% R/R) co stawia pod znakiem zapytania jego powtarzalność w 2018 roku. Wzrost prowizji kredytowych (+4,4% R/R) sugeruje, że banki utrzymują wyższe marże rezygnując z prowizji (wzrost wolumenów o +7,8% R/R). Szczególnie pozytywnie na tle sektora zaprezentował się wynik prowizyjny BZ WBK (+4,0% powyżej), zaś negatywnie Alior Banku (-12,6% poniżej; jednakże ze względów jednorazowych).

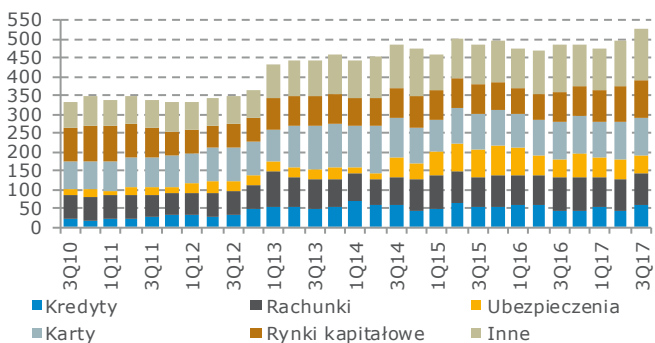
PKO BP



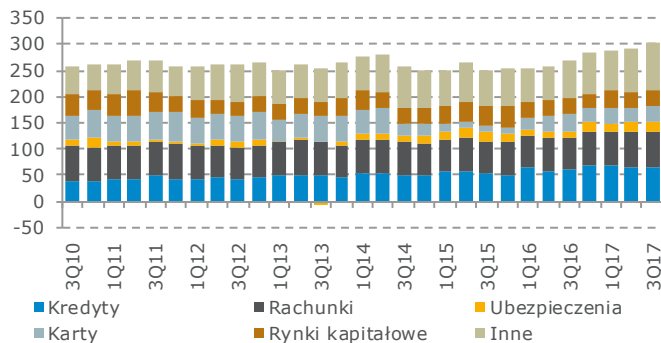
Pekao



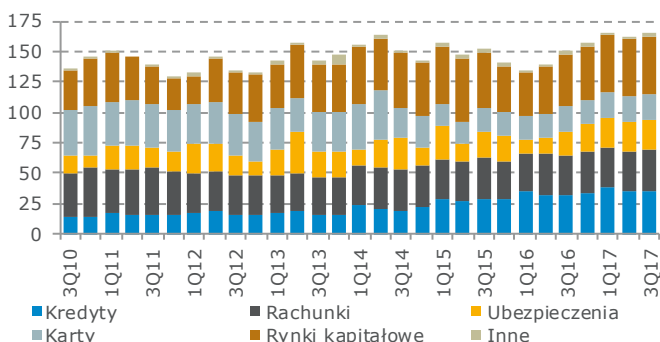
BZ WBK



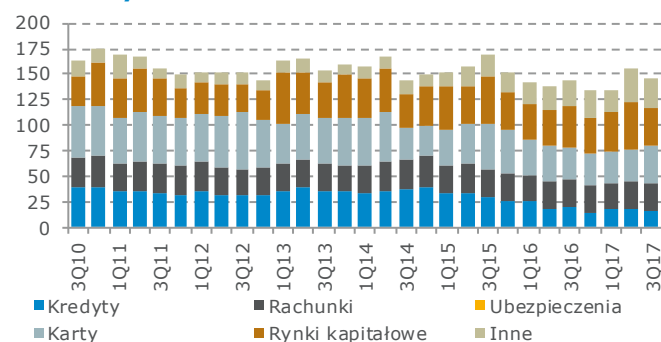
ING BSK



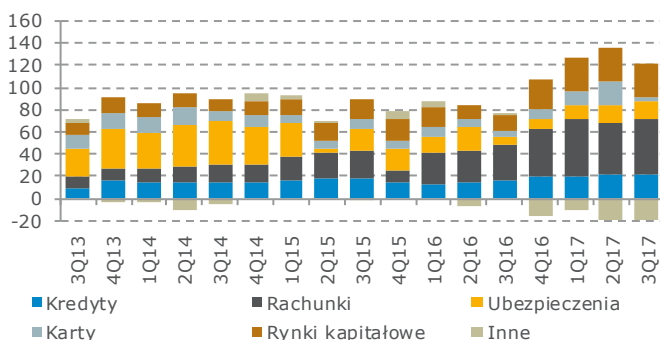
Millennium



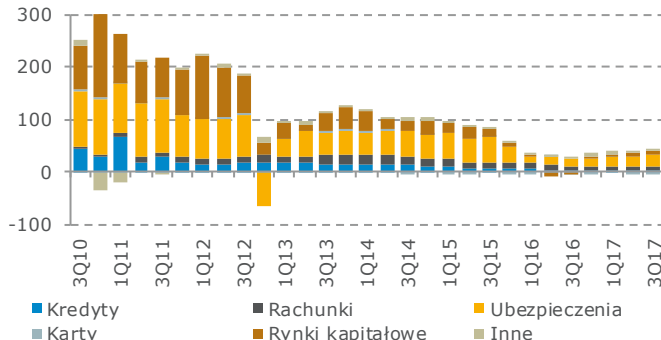
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



Źródło: Dom Maklerski mBanku

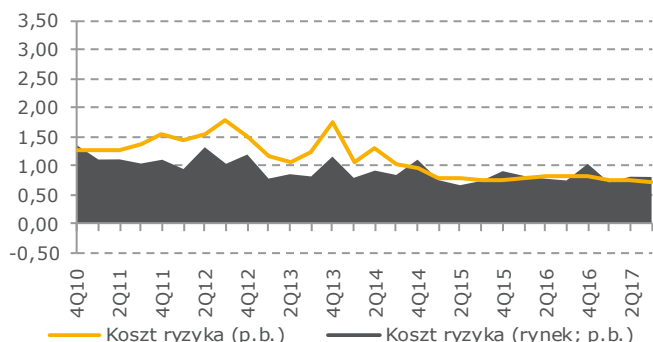
Koszt ryzyka

Koszt ryzyka w polskim sektorze bankowym rozczarował rynek w 3Q'17, chociaż naszym zdaniem jest nadal na względnie niskim poziomie. Rosnąca presja na wynagrodzenia wywiera z kolei presję na rentowność polskich korporacji, co będzie dalej odzwierciedlone w kosztach ryzyka. Oczekujemy co najmniej stabilizacji w detalu wspieranej przez spadające bezrobocie i rosnące płace.

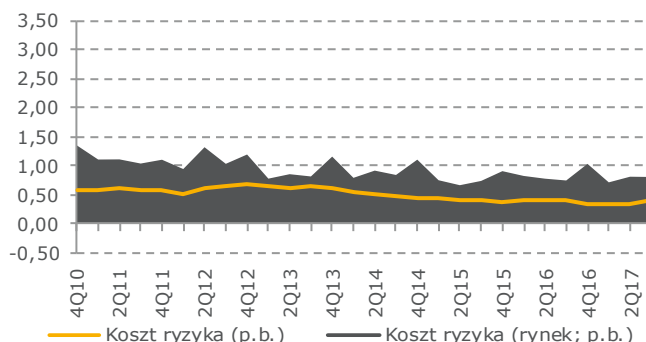
Koszt ryzyka w 3Q'17 wyniósł 79 p.b. i był płaski Q/Q i R/R. Saldo rezerw w kwartale wzrosło o 7,1% R/R wobec oczekiwań rynku odnośnie wzrostu na poziomie 2,4% R/R

(88% banków zraportowało saldo rezerw wyższe od oczekiwań). Wzrost salda rezerw (+1,6% Q/Q) spowodowany był głównie przez segment korporacyjny (+9,8% Q/Q oraz +34,6% R/R), który zaskoczył szczególnie biorąc pod uwagę nieznaczny wzrost wskaźnika NPL z 6,53% w 2Q'17 do 6,61% w 3Q'17 i jego znaczący spadek w ujęciu rocznym (z 7,36% w 3Q'16). W 3Q'17 największe negatywne zaskoczenie miało miejsce w Banku Handlowym (42% powyżej, ale z niskiej bazy), BZ WBK (11,5% powyżej), Alior Banku (10% powyżej), Banku Pekao (9% powyżej) oraz Banku Millennium (+8% powyżej).

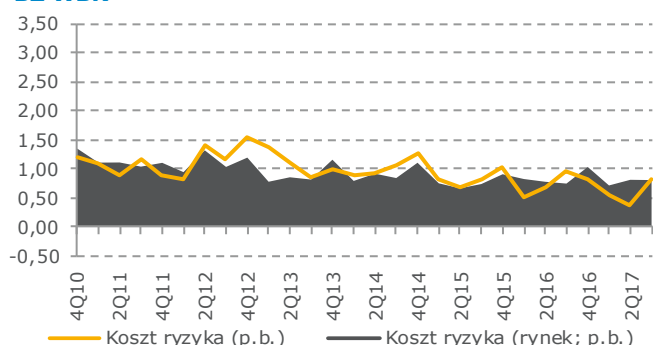
PKO BP



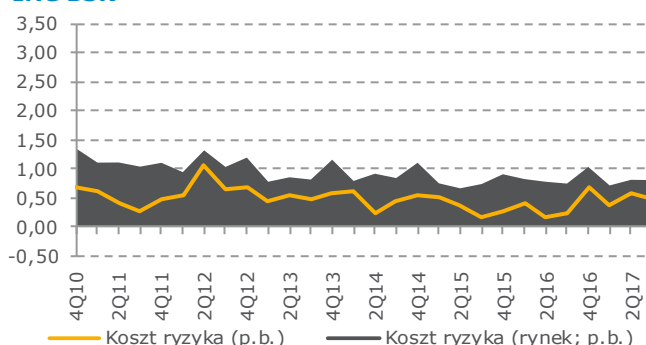
Pekao



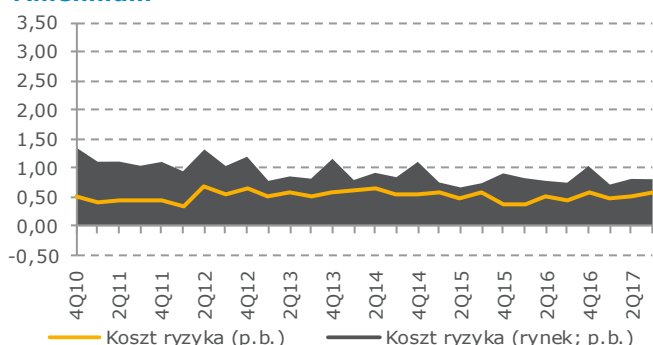
BZ WBK



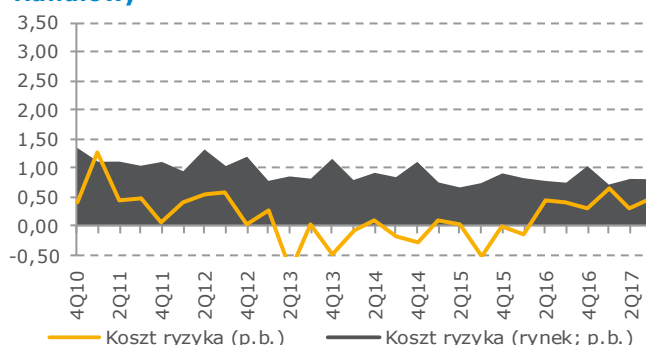
ING BSK



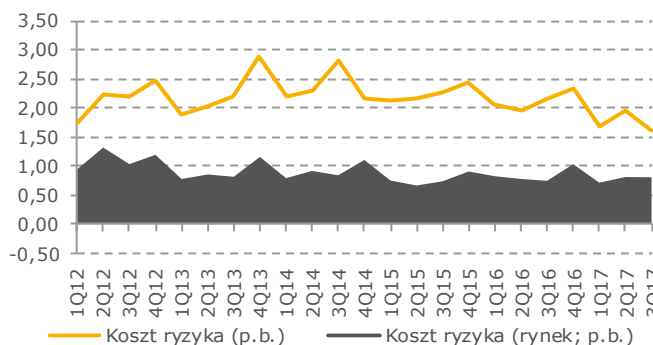
Millennium



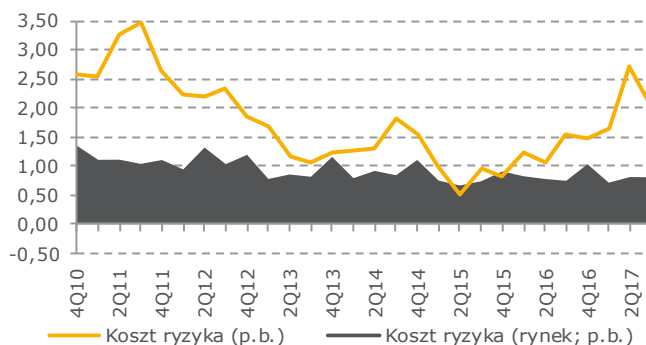
Handlowy



Alior Bank



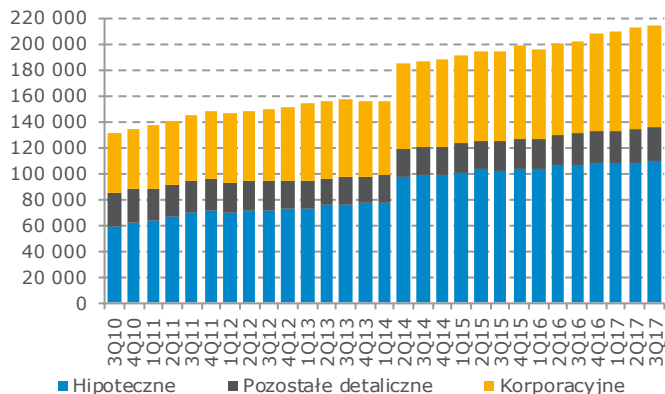
Getin Noble Bank



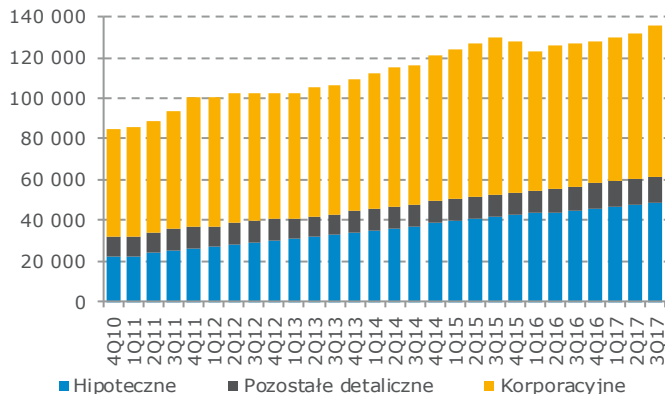
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost kredytów (mln PLN)

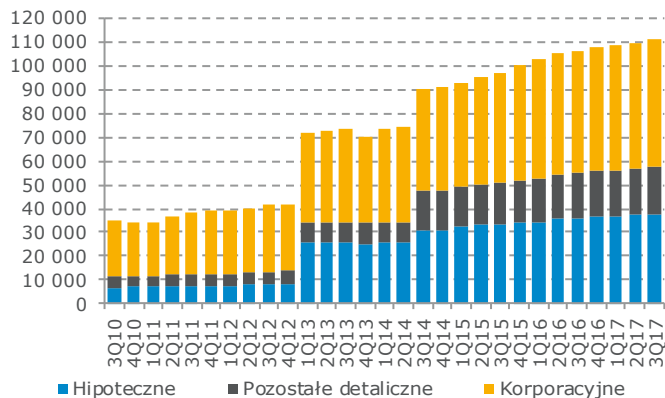
PKO BP



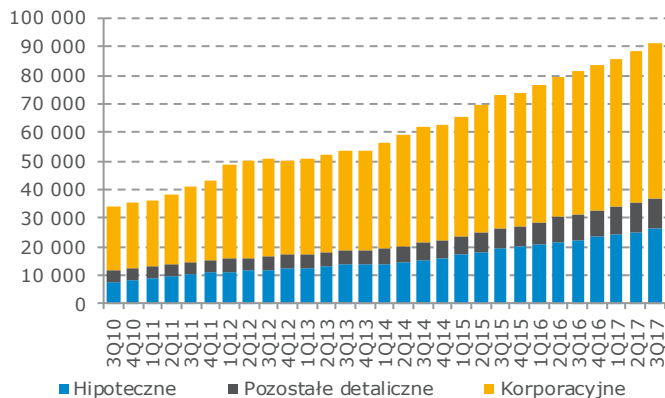
Pekao



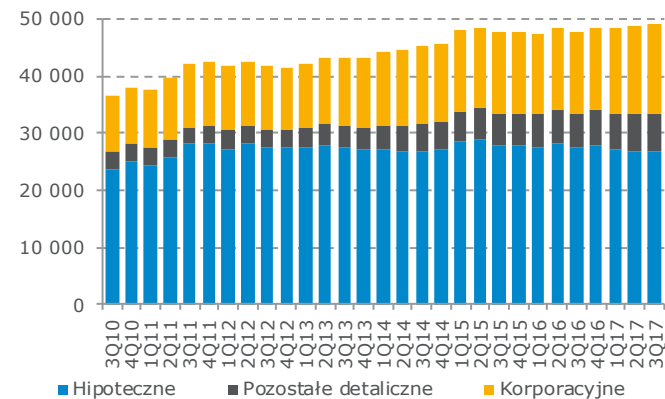
BZ WBK



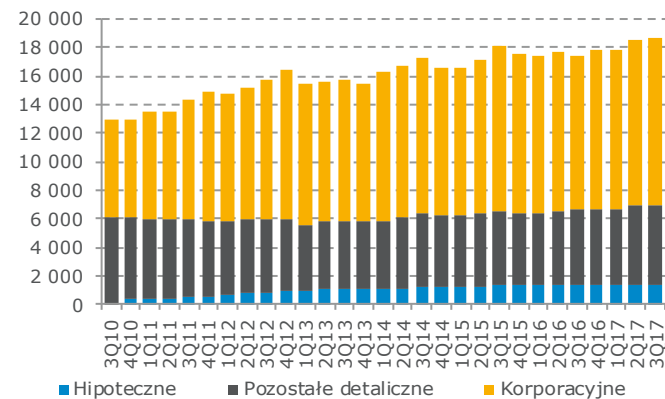
ING BSK



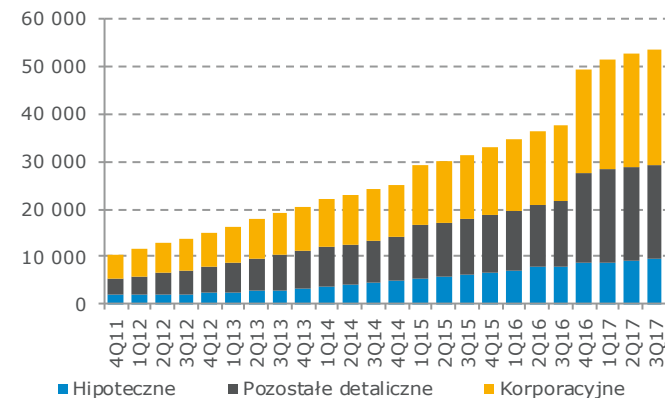
Millennium



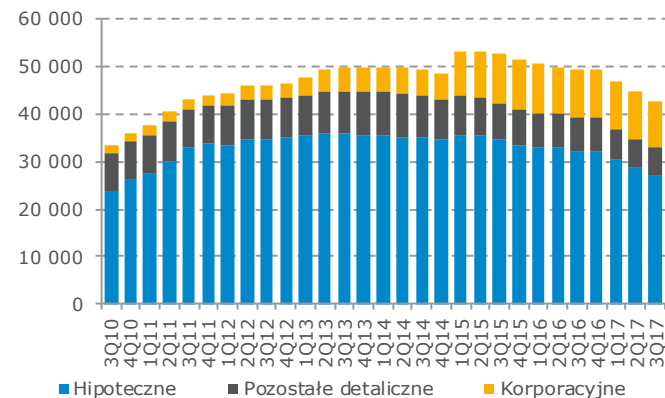
Handlowy



Alior Bank



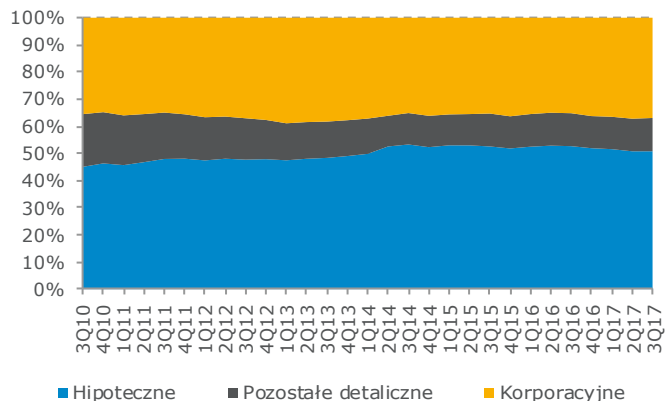
Getin Noble Bank



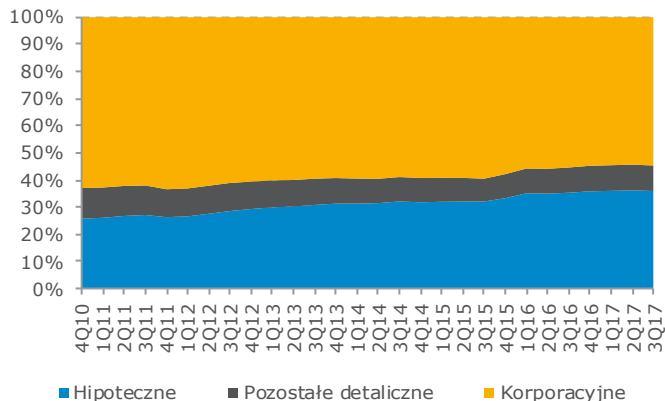
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura kredytów

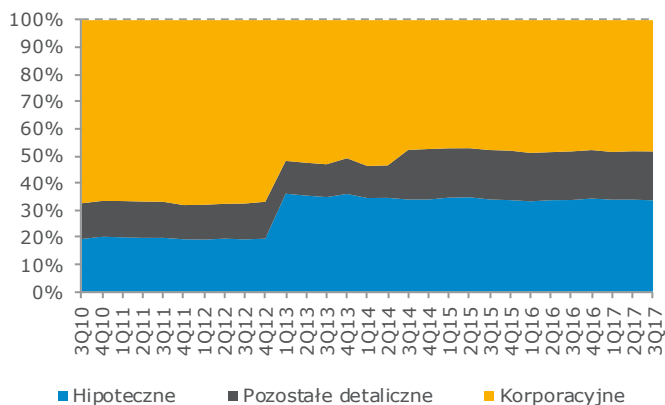
PKO BP



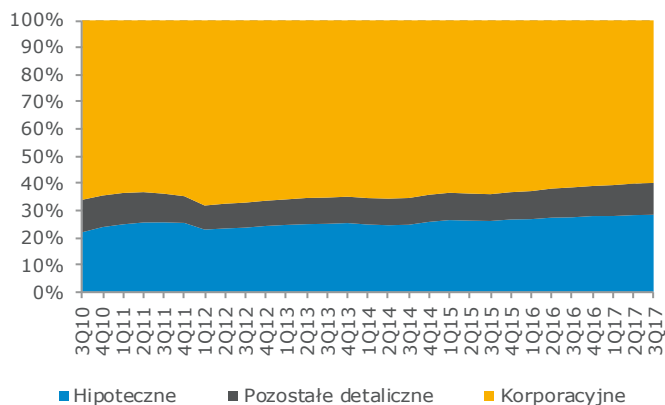
Pekao



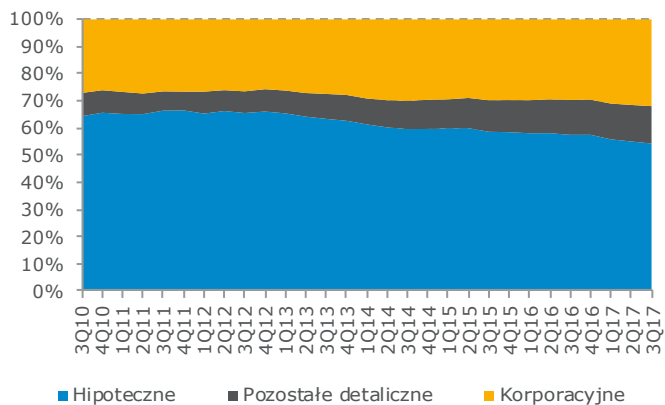
BZ WBK



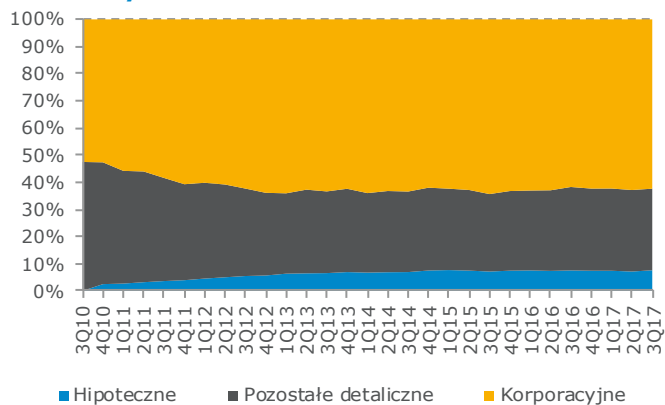
ING BSK



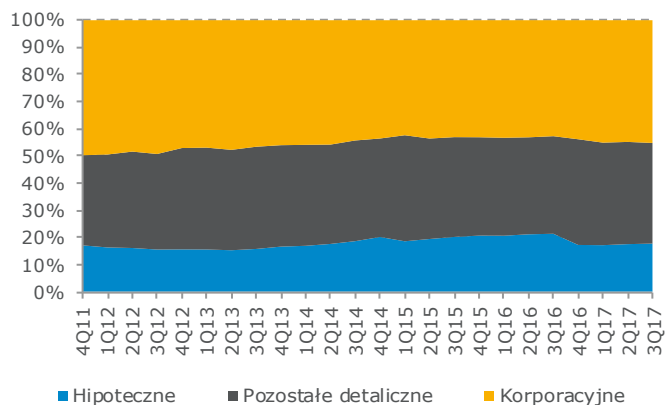
Millennium



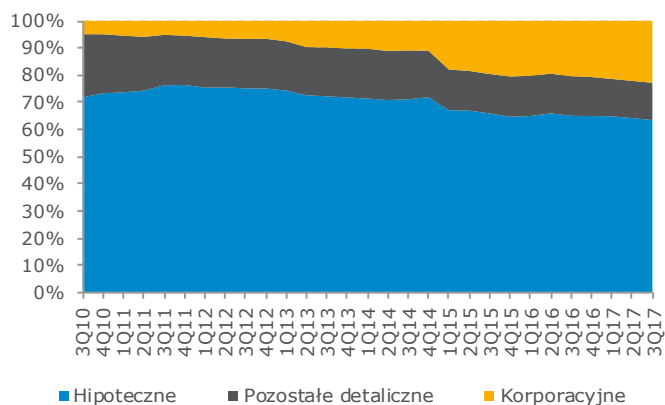
Handlowy



Alior Bank



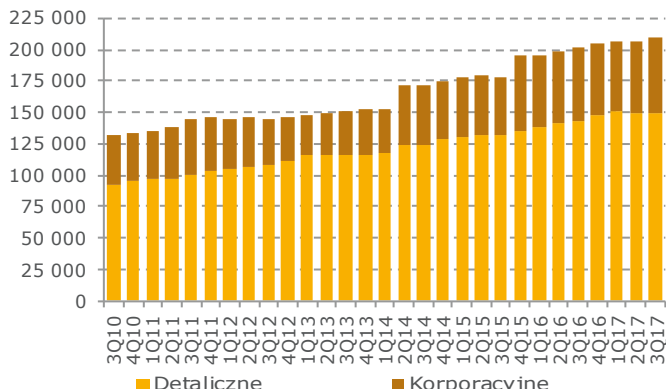
Getin Noble Bank



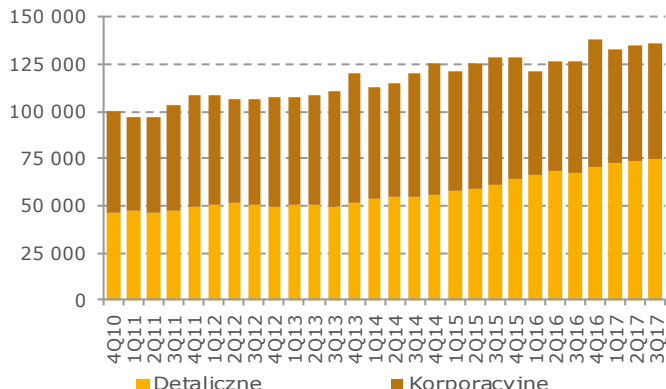
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost depozytów (mln PLN)

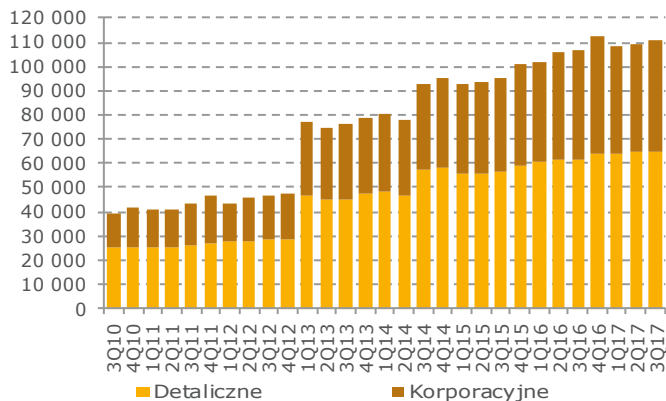
PKO BP



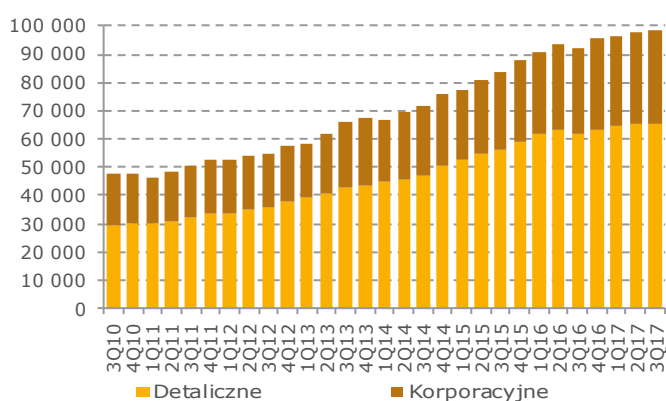
Pekao



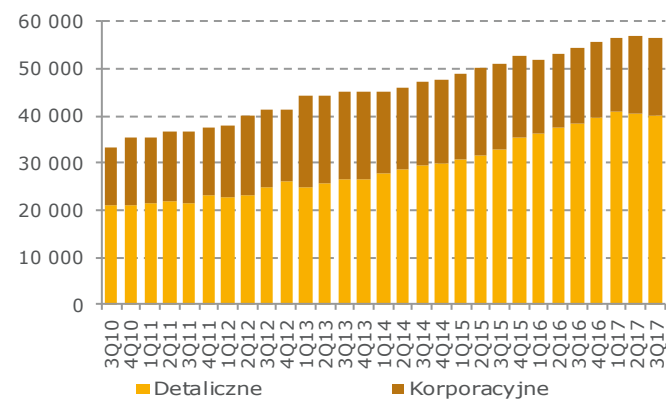
BZ WBK



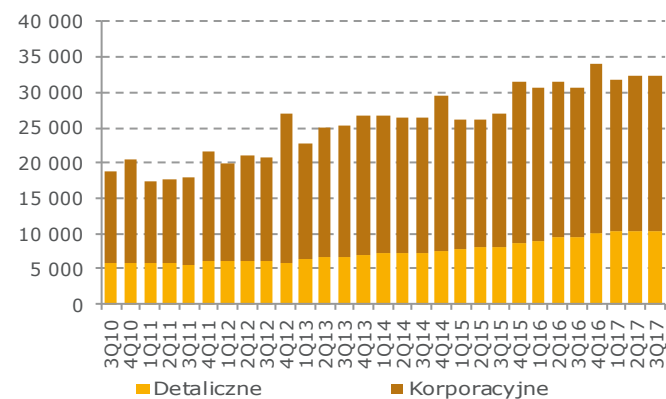
ING BSK



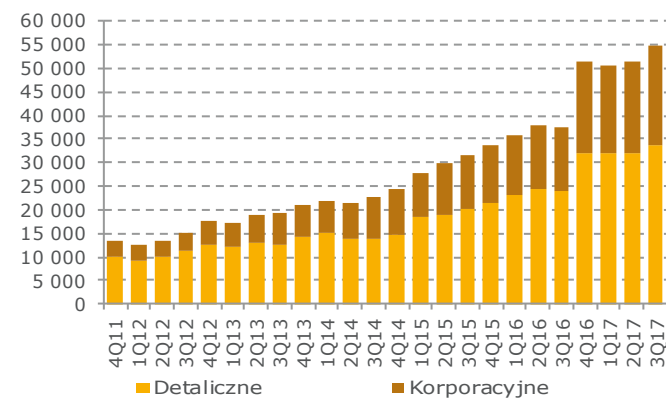
Millennium



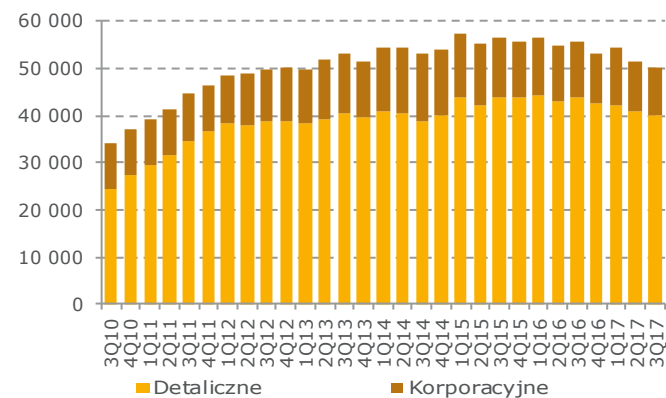
Handlowy



Alior Bank



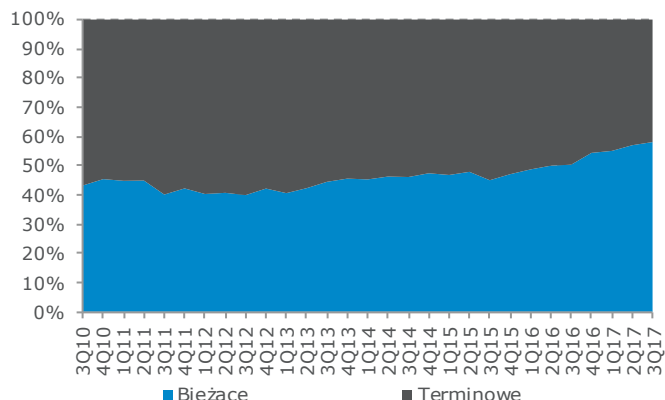
Getin Noble Bank



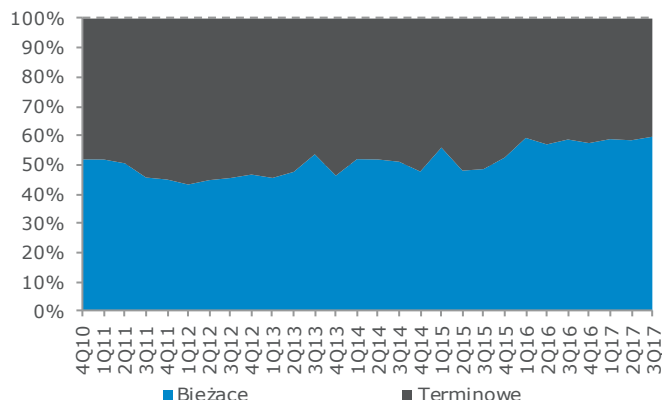
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura depozytów

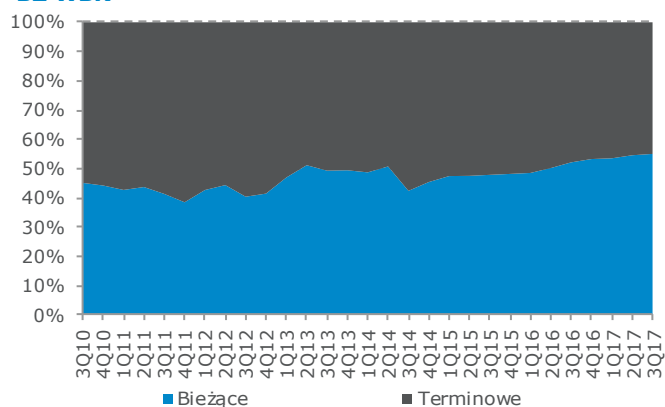
PKO BP



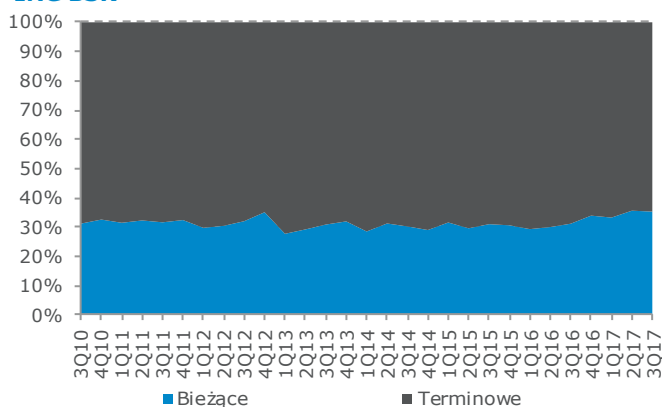
Pekao



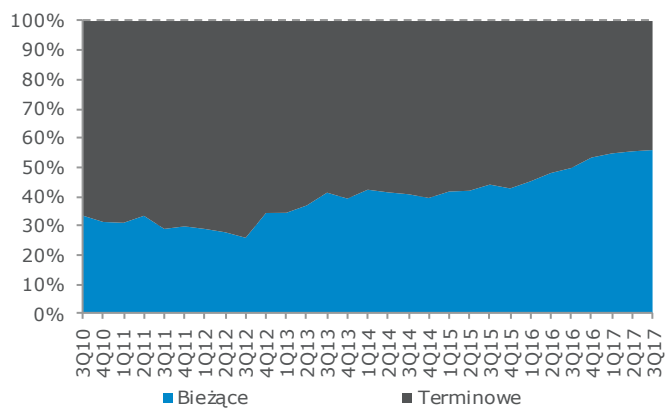
BZ WBK



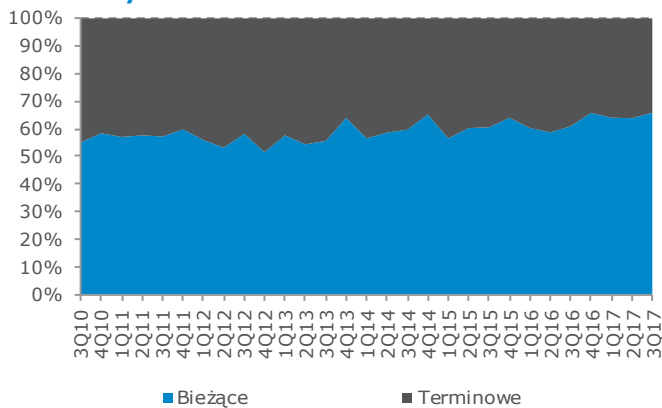
ING BSK



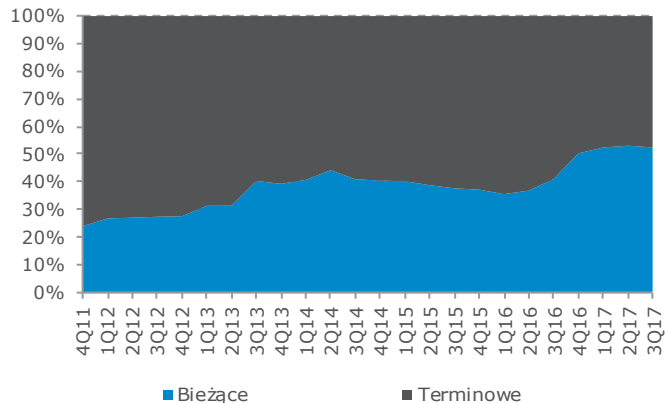
Millennium



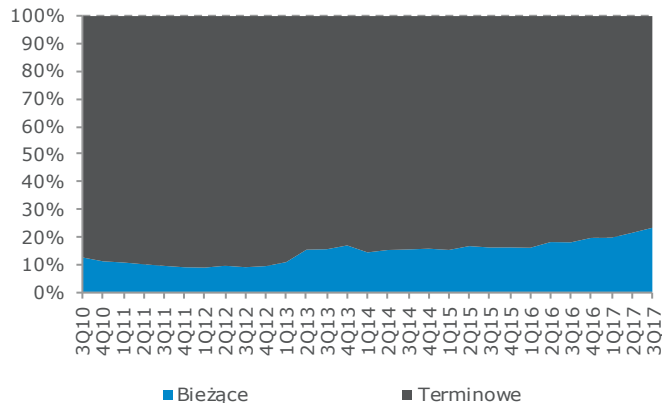
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank

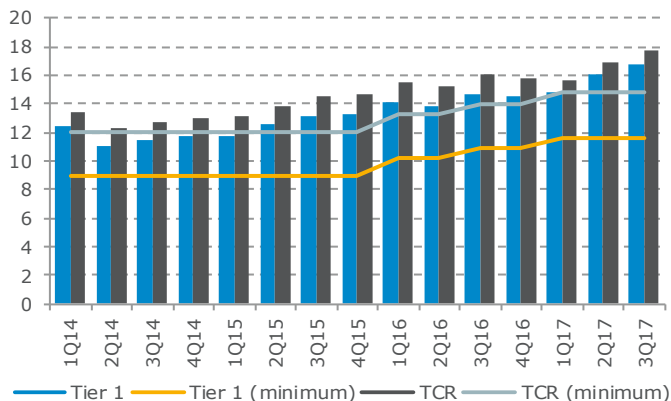


Źródło: Dom Maklerski mBanku

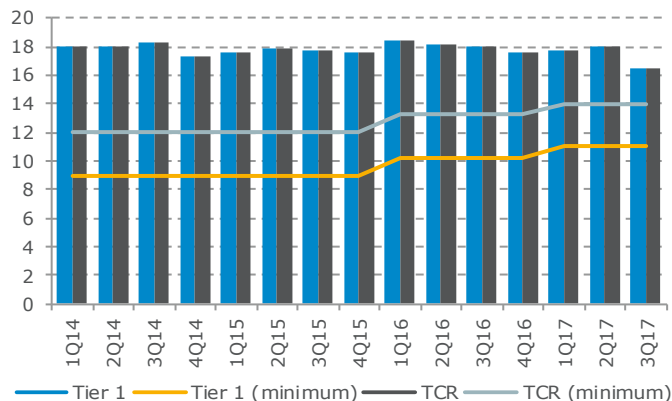


CET1

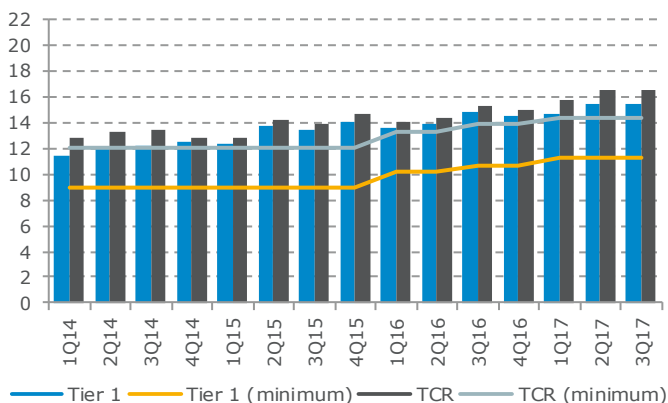
PKO BP



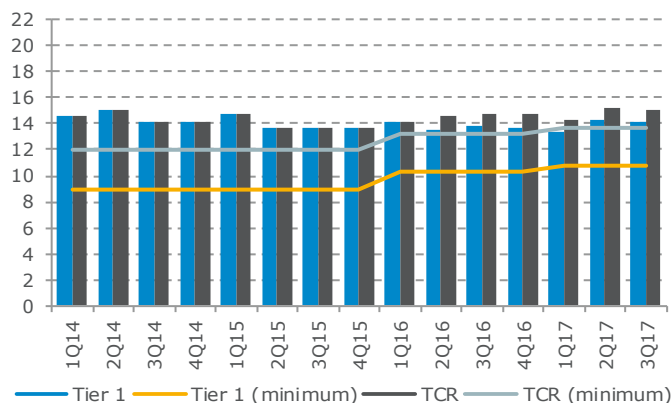
Pekao



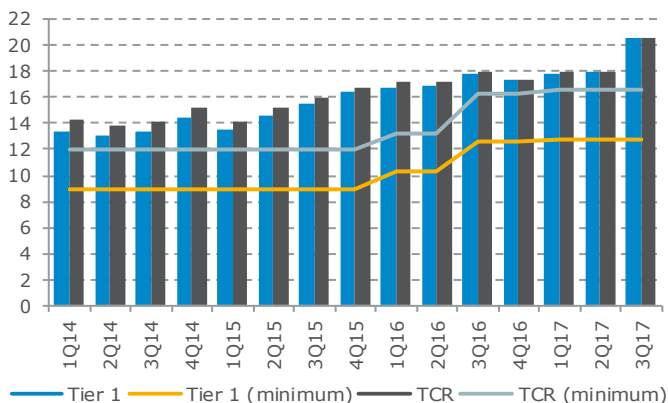
BZ WBK



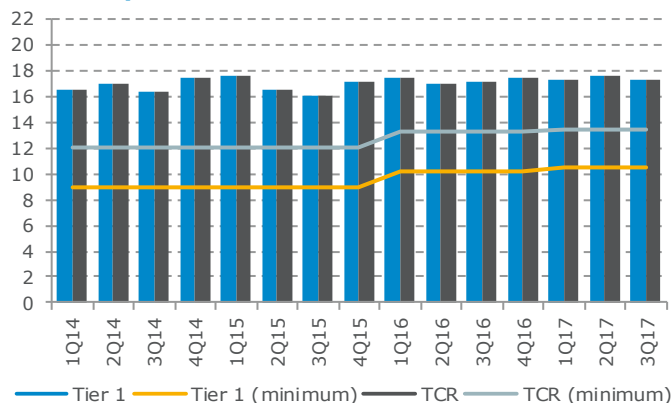
ING BSK



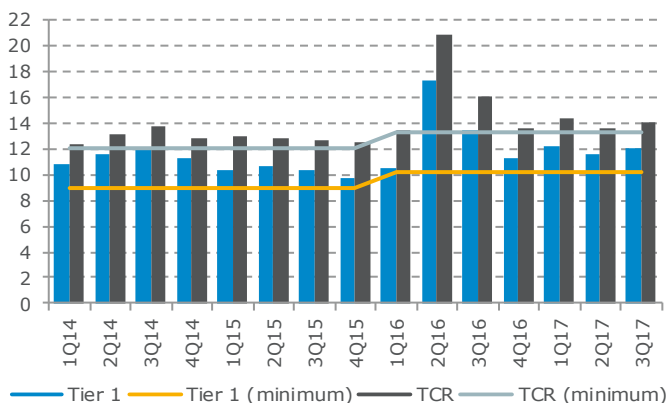
Millennium



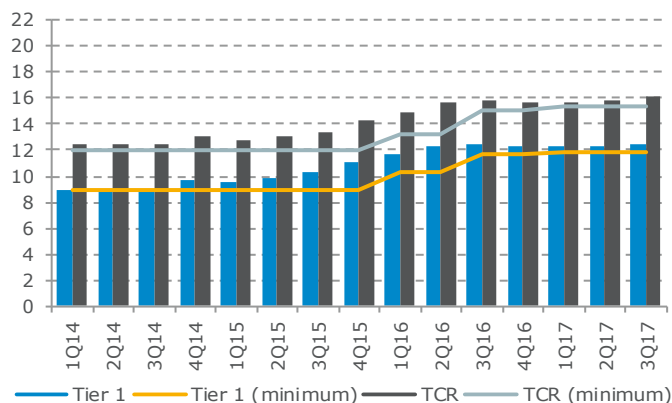
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzieleny przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, Lotos, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, PKN Orlen, PGNiG, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyng, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Famur, LC Corp, GetBack.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl