

wtorek, 13 lutego 2018 | komentarz specjalny

Powrót do fuzji Orlenu i Lotosu? – Déjà vu

PKN Orlen (PKN PW) | rekomendacja: sprzedaj | cena docelowa: 82,84 PLN | cena bieżąca: 95,04 PLN

Lotos (LTS PW) | rekomendacja: redukuje | cena docelowa: 52,67 PLN | cena bieżąca: 57,30 PLN

Opracowanie: Kamil Kliszcz +48 22 438 24 02

Ostatnie spekulacje na temat reaktywacji koncepcji fuzji Orlenu i Lotosu nie wywołały póki co większego zamieszania na kursach obydwu spółek. Ten spokój wynika prawdopodobnie z faktu, że kwestia pojawia się już nie pierwszy raz i wciąż brakuje jednoznacznych deklaracji Rządu. Niemniej jednak warto się przyjrzeć potencjalnym scenariuszom ewentualnej konsolidacji i wstępnym szacunkom synergii, jakie mogłyby się pojawić w wyniku połączenia tych dwóch koncernów. Naszym zdaniem dzisiaj nie można jednoznacznie wskazać preferowanego wariantu transakcji, ale wydaje się, że jeśli akcjonariusze mniejszościowi któreś ze spółek mieliby być uprzywilejowani (zachęceni korzystnym parytetem) to będą to akcjonariusze PKN Orlen (silniejsza pozycja na WZA). W tym kontekście warto zwrócić uwagę na 18% odchylenie kursu Lotosu od parytetu z ostatnich 6 miesięcy (wyznacznik przy tworzeniu Grupy Azoty w 2012 roku). Jeśli chodzi o potencjalne synergii to na tym etapie teoretycznie można nakreślić ich wiele, zarówno jeśli chodzi o koszty ogólne (~0,1 mld PLN), koszty sprzedaży (~0,3 mld PLN), jak i poziom marży (~0,2 mld PLN). Dużo będzie jednak zależało od formuły transakcji (pełna integracja czy 2 osobne spółki giełdowe) oraz determinacji w ich realizacji, czemu na pewno nie będzie sprzyjać presja strony społecznej. Niemniej jednak, jeśli szacowane powyżej kwoty zmnożymy wskaźnikiem 6,0x EBITDA, to potencjalny pozytywny wpływ konsolidacji na zagregowaną kapitalizację obydwu spółek mógłby sięgnąć około 8%. Nie jest to na pewno kwota do pominięcia, aczkolwiek wydaje się, że większe znaczenie dla wyceny koncernów będzie miało w najbliższych miesiącach otoczenie makro, szczególnie że na razie można odnieść wrażenie, że w Rządzie nie ma konsensusu w sprawie fuzji.

Nadal brak jednoznacznych deklaracji Rządu

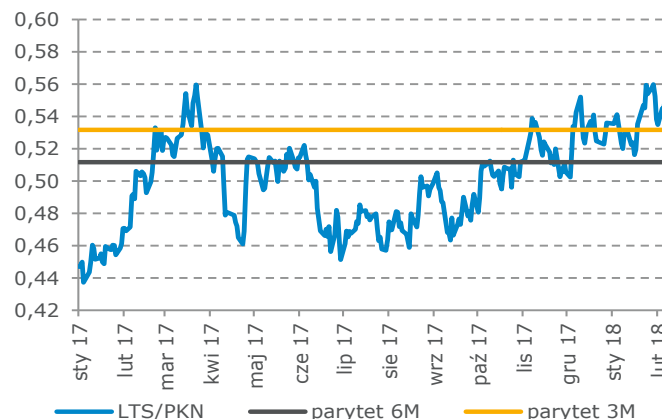
Temat fuzji w sektorze energetycznym, w tym powrót kwestii połączenia Orlenu i Lotosu poruszył w ostatnich tygodniach *Dziennik Gazeta Prawna*. Parkiet pogłębił te spekulacje informując, że pomysł tej fuzji ma poparcie Premiera i Ministerstwa Energii. Późniejsze deklaracje przedstawicieli Rządu nie były tak jednoznaczne, bo z jednej strony Wiceminister Energii Grzegorz Tobiszowski przyznał, że „jest coś na rzeczy”, ale z kolei Minister Krzysztof Tchórzewski powiedział, że „nie inicjował” takich dyskusji w resorcie i obecnie „nie dostrzega” ekonomicznych efektów takiego połączenia. Spółki oficjalnie nie skomentowały doniesień o powołaniu pełnomocników, którzy mieliby koordynować proces. Nadal więc trudno jednoznacznie ocenić prawdopodobieństwo takiego scenariusza, szczególnie że podobna dyskusja miała miejsce dokładnie rok temu po wywiadzie Henryka Kowalczyka (wówczas przewodniczącego Komitetu Stałego RM).

Możliwe scenariusze

Wariantów połączenia można sobie wyobrazić kilka i na ten moment nie jest możliwe wskazanie tego najbardziej prawdopodobnego:

- **Wezwanie Orlenu na akcje Lotosu w zamian za akcje nowej emisji** – konieczna zgoda WZA Orlenu przy większości 4/5 głosów, co teoretycznie wymusza ustalenie korzystnego „parytetu” wymiany akcji z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych Orlenu (Skarb Państwa po uwzględnieniu PERN nie będzie miał wystarczającej większości – na ostatnim WZA udział MSP i PERN wyniósł 47,2% - na WZA zarejestrowano tylko 68% akcji) lub przekonania inwestorów do potencjalnych efektów synergii. Jeśli do kalkulacji parytetu przyjmiemy średni kurs spółek z 6 miesięcy ważony wolumenem (było to punktem odniesienia w przypadku łączenia ZA Tarnów z ZA Puławy) to powinien on wynieść 1,95 akcji Lotosu za 1 akcję Orlenu (aktualne kursy akcji wskazują na przewartościowanie Lotosu względem 6-miesięcznego parytetu o około 18%). Jeśli wszyscy akcjonariusze Lotosu odpowiedzieliby na takie wezwanie to finalny udział MSP wraz z PERN w połączonym podmiocie wyniosłby 36,2%, a w przypadku gdyby odpowiedziałby tylko MSP to ten udział wyniósłby 39,5%, ale pojawiłaby się konieczność ogłoszenia wezwania uzupełniającego do 66%.

Parytet akcji PKN i LTS na tle 6M i 3M średniej VWAP



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

- **Połączenie obydwu spółek w oparciu o plan połączenia** – konieczna zgoda WZA w obydwu spółkach przy większości 4/5 głosów (w sytuacji gdyby majątek Orlenu był przenoszony do Lotosu to potrzebna byłaby zgoda 90% głosów na WZA PKN). Taki scenariusz oznaczałby, że MSP wraz z PERN kontrolowałoby 36,1% w nowym podmiocie. Pełne połączenie pozwalałoby na większą swobodę w realizacji synergii na poziomie kosztów ogólnych.
- **Wezwanie Lotosu na akcje Orlenu w zamian za akcje nowej emisji** – konieczna zgoda WZA Lotosu przy większości 4/5 głosów, co teoretycznie wymusza ustalenie korzystnego „parytetu” wymiany akcji z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych Lotosu (na ostatnim WZA udział Skarbu Państwa w głosach ogółem wyniósł 71,9%

– na WZA zarejestrowano 74% akcji) lub przekonania inwestorów do potencjalnych efektów synergii. W porównaniu do analogicznego wariantu z wezwaniem ze strony Orlenu, ta opcja jest łatwiejsza do przeprowadzenia ze względu na siłę MSP w akcjonariacie (dodatkowo fundusze emerytalne i inwestycyjne kontrolowane pośrednio przez MSP posiadają niecałe 5% akcji Lotosu). Pozostaje tylko wątpliwość, co do utrzymania pełnej kontroli w akcjonariacie PKN w przypadku gdyby na wezwanie odpowiedział tylko MSP (statut Orlenu przewiduje redukcję powyżej 10% głosów na WZA poza Skarbem Państwa i trudno powiedzieć, czy Lotos jako akcjonariusz byłby nią objęty).

- **Wezwanie gotówkowe Orlenu na akcje Lotosu** – przy wezwaniu na 100% PKN musiałby zabezpieczyć około 10 mld PLN, co po uwzględnieniu wydatku na Unipetrol implikowałoby wzrost wskaźnika dług netto/EBITDA pro forma do 1,5x na koniec roku 2017 i 2,7x dla naszych prognoz na rok 2018 (zakładamy też odpływ gotówki na kapitał obrotowy w tym roku w związku z wyższą ceną ropy i zapasami obowiązkowymi). Taki wariant w kontekście zapowiedzi uczestnictwa w programie jądrowym i planach dalszego rozwoju wydaje się mało prawdopodobny, gdyż mocno ograniczy potencjał finansowy nowego podmiotu.

Co na to UOKiK?

Kluczowym ryzykiem regulacyjnym dla rozważanej fuzji jest oczywiście kwestia uzyskania zgody antymonopolowej. Udział połączonego podmiotu na rynku hurtowym paliw w Polsce sięgnąłby 80-90% w zależności od produktu (w 2016 Orlen kontrolował 54,8%, a Lotos 29,5%, ale w związku z eliminacją szarej strefy w 2017 roku te odczyty na pewno wzrosły). Można jednak zakładać, że podobnie jak to miało miejsce w przypadku „tworzenia” Grupy Azoty, spółki zwrócić się o opinię do europejskiego regulatora, który będzie rozpatrywał koncentrację w ujęciu regionalnym. W takim wypadku moce przerobowe nowego podmiotu sięgałyby około 26% w łączonych rynkach polskim, niemieckim, czeskim, słowackim i litewskim, co raczej nie powinno budzić większych wątpliwości. W przypadku rynku detalicznego zapewne zgoda byłaby warunkowa, gdyż obie spółki kontrolują łącznie 45% sprzedaży paliw na stacjach benzynowych (Orlen 34%, Lotos 11%). Nie zablokowałoby to jednak transakcji.

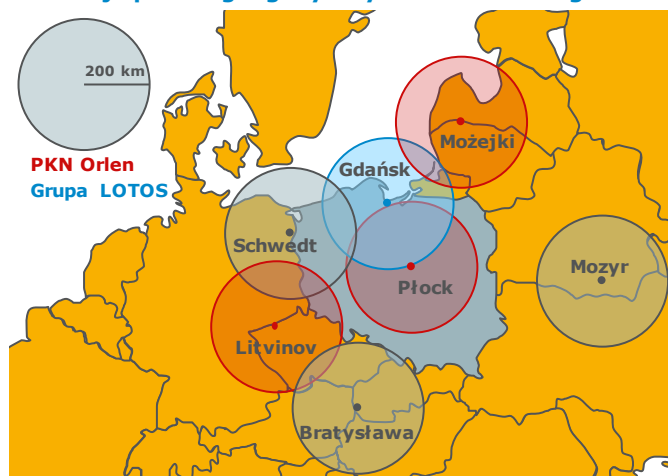
Potencjał synergii

W kontekście łączenia dwóch największych firm paliwowych w kraju, kontrolujących 90% rynku, intuicyjnie nasuwa się pytanie o potencjalne synergii, zarówno te kosztowe, jak i przychodowe czy inwestycyjne. Nie posiadamy wystarczających danych, aby na ten moment dokładnie oszacować skalę tych oszczędności, ale pokusiliśmy się o kilka wyliczeń, które powinny oddać skalę ewentualnych korzyści. Jednocześnie zwracamy uwagę, że ostateczna wielkość tych profitów zależy będzie od determinacji w rozmowach ze stroną społeczną, co nie będzie prostym wyzwaniem szczególnie w koncernie kontrolowanym przez MSP (szczególnie że niejednokrotnie pojawiały się zastrzeżenia do fuzji ze strony lokalnych działaczy samorządowych obawiających się o wpływy z podatków i miejsca pracy w swoich regionach).

- **Koszty ogólne** – potencjalne obszary tych oszczędności to redukcja kosztów ogólnego zarządu na rynku polskim (centralizacja procesów), które w Lotosie sięgają 0,4 mld PLN rocznie. Jeśli przyłożylibyśmy tutaj średni mnożnik k.ogólne/przerób z Unipetrolu i Możejki (jako przybliżenie modelu zarządzania spółkami zależnymi w Grupie Orlen) to potencjalne oszczędności przekraczałyby 0,1 mld PLN rocznie.

- **Koszty sprzedaży** – w tym wypadku również punktem odniesienia mogą być wskaźniki obserwowane w Grupie PKN, aczkolwiek należy pamiętać, że pomiędzy spółkami mogą występować różnice w klasyfikacji poszczególnych grup kosztowych do poszczególnych pozycji, a dodatkowo spółki różnią się między sobą modelem biznesowym (przykładem jest dominująca w Możejce sprzedaż morska z niższą marżą brutto, ale jednocześnie niższymi kosztami sprzedaży). W zależności od tego czy porównamy wskaźnik relacji kosztów do przychodów ogółem czy wolumenu sprzedaży, implikowane oszczędności dla połączonego podmiotu mogą sięgać od 0,3 do 0,4 mld PLN. Intuicyjnie głównym źródłem oszczędności mogłaby być logistyka (geograficzny podział kraju zgodny z lokalizacją rafinerii). Koncerny nie podają szczegółowych danych na temat kosztów transportu paliw, ale pewnym punktem odniesienia mogłaby być skala przychodów spółki Lotos Kolej (0,6-0,7 mld PLN), która obsługuje głównie rafinerię w Gdańsku.

Ilustracja przewag logistycznych rafinerii w regionie



Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

- **Premia lądowa** – obecnie Orlen i Lotos korzystają z premii lądowej na krajowym rynku, co wynika z faktu że konkurencyjne rafinerie (poza Schwedt) są zlokalizowane w dość dużej odległości od polskiej granicy. Niemniej jednak można założyć, że w północnej części kraju premia geograficzna jest mniejsza z uwagi na rywalizację pomiędzy lokalnymi rafineriami, które dysponują podobnym potencjałem logistycznym (Orlen dodatkowo zasila rynek dieslem z Możejki). Intuicyjnie więc w scenariuszu połączenia rafinerie mogłyby efektywnie podzielić rynek i zwiększyć realizowaną marżę. Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości zagregowanego strumienia EBITDA Orlenu i Lotosu na zmianę premii lądowej przy założeniu, że zmiana dotyczyłaby 25% krajowej sprzedaży diesla i benzyny (arbitralnie przyjęty parametr w oparciu o zasięg terytorialny), a udział spółek w handlu hurtowym na tym obszarze wynosi 90%.

Dodatkowa EBITDA z tytułu zmian w premii lądowej na obszarze wzmożonej konkurencji

Zmiana premii (USD/t)	5,0	10,0	15,0	20,0	25,0
Dodatkowa EBITDA (mln PLN)	78	156	233	311	389

Źródło: szacunki Domu Maklerskiego mBanku

- **Inwestycje** – w tym obszarze na pewno warto wymienić kwestie dostosowań do limitów emisji siarki w paliwie bunkrowym od 2020 (możliwość współpracy przy dociążeniu instalacji DCU w Lotosie poprzez zastąpienie asfaltu ciężkim olejem z Płocka), koordynacji inwestycji w petrochemię czy minimalizowanie kosztów remontowych.

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 dzielony 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**PRZEWAGAŻENIE (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, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Allor Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopec, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygntity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Wirtualna Polska

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.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@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 86
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