

piątek, 15 marca 2019 | opracowanie cykliczne

Banki: Podsumowanie wyników w 4Q'18

Polska, Banki

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07

Chociaż na pierwszy rzut oka wyniki za 4Q'18 nie prezentują się bardzo dobrze i znalazły się 1% poniżej konsensusu, (jedynie 57% banków zaraportowało wyższe od oczekiwań wyniki) to uważamy, że szczegółowa kompozycja była dobra i powinna poskutkować wzrostem oczekiwań rynku. Szczególnie pozytywnie oceniamy wyniki pod kątem działalności podstawowej (odsetkowy + prowizyjny), gdzie aż 71% banków zaraportowało wyniki powyżej oczekiwań. Ponadto 4Q'18 obfitował w zdarzenia jednorazowe (SPL, ALR, PEO), które utrudniały precyzyjne prognozy w kwartale. Szacujemy, że w 4Q'18 oczyszczony wynik netto wzrósł o 8,5% Q/Q oraz 22% R/R. Szczególnie pozytywnie i z dużym naciskiem na jakość odczytujemy wyniki w Pekao oraz PKO BP. Z drugiej strony widzimy Bank Handlowy, który jako jeden z nielicznych zawiódł na linii wyniku odsetkowego. W kontekście 2019 uważamy, że 1Q'19 będzie bardzo trudny m.in. ze względu na jednorazowe koszty związane z BFG. Nawet biorąc pod uwagę rosnące koszty BFG wstępne analizy wykazują, że konsensus na 2019 jest za niski dla Banku Pekao, Aliora, Millennium a za wysoki dla Banku Handlowego. Trzeba również pamiętać, że część podwyżki BFG w 2019 roku zostanie zrekompenzowana przez zysk jednorazowy z transakcji BLIK/Mastercard (ALR, MIL, ING, MBK, PKO, SPL). Naszymi top-pickami w sektorze pozostają Alior oraz Pekao, które oczekują na podwyżki konsensusu oraz są atrakcyjnie wycenione.

Wyniki za 4Q'18 napawają optymizmem

Zysk netto wzrósł w kwartale o 8% Q/Q i 15% R/R przy czym oczyszczony o zdarzenia jednorazowe o 9% Q/Q i 22% R/R. Uważamy, że najważniejszym punktem wyników jest utrzymanie marży odsetkowej w sektorze (definiowany jako agregat analizowanych banków) pomimo znaczących zawirowań na rynku depozytów (napływ detalicznych depozytów w wysokości 46 mld PLN) spowodowany tzw. aferą KNF. Oznacza to, że sektor, gdy pozbędzie się ponadprogramowych depozytów odczuje ulgę na koscie finansowym. Równie ważne co marża jest sprzedaż detalicznych kredytów, która nie zwalnia (kredyty konsumenckie +11% R/R oraz kredyty hipoteczne +25% R/R). Dodatkowo zwracamy uwagę na wolniejszą dynamikę kosztów administracyjnych (+1,5% R/R) względem poprzednich kwartałów 2018 roku (4%-7% R/R). Koszt ryzyka na poziomie 76 p.b. w 4Q'18 był nieznacznie wyższy od średniej a jego kwartalny wzrost spowodowany był przez segment korporacyjny (+9 p.b. Q/Q) co najprawdopodobniej miało charakter jednorazowy. Konsensus na 2019 rok jest zaledwie 5% powyżej oczyszczonego wyniku za 2018 rok. Uważamy, że wzrost wyniku jest w zasięgu banków dzięki kombinacji marży i dynamicznej sprzedaży kredytów.

Najlepsi i najgorsi po 4Q'18

Ze względu na kompozycję wyników (wzrost linii przychodowych oraz koszty pod kontrolą) najlepiej oceniamy wyniki PKO BP, Pekao i Alior Banku. Ponadto, w przypadku Banku Pekao oraz Alior Banku wyniki za 4Q'18 powinny spowodować pozytywną rewizję prognoz na 2019 rok. Z drugiej strony uważamy, że przeciętne wyniki Banku Handlowego w 4Q'18 plus znaczące obciążenie składką BFG spowodują negatywną rewizję prognoz.

Pierwszy kwartał pod znakiem BFG, drugi BLIKA

Wynik sektora bankowego w 1Q'19 będzie pod presją za sprawą wzrostu opłaty BFG na restrukturyzację (~1 mld PLN), sezonowo wolniejszej sprzedaży kredytów konsumenckich oraz krótszego kwartału (presja na NIM). Z drugiej strony sektor powinien zrzucić kaloryczne depozyty i odczuć normalizację kosztu ryzyka w segmencie korporacji. Z kolei wyniki za 2Q'19 powinny znaleźć się pod pozytywnym wpływem zysku jednorazowego z transakcji BLIK (wejście Mastercard), która powinna w części pokryć wyższe składki. Efekt będzie widoczny w ALR, MIL, ING, MBK, PKO, SPL.

Podsumowanie wyników kwartalnych dla sektora

(mIn PLN)	4Q'17	3Q'18	4Q'18	R/R	Q/Q	konsensus
Wynik odsetkowy	8 015,5	8 434,9	8 795,4	9,7%	4,3%	8 712,0
Wynik prowizyjny	2 852,6	2 854,5	2 867,8	0,5%	0,5%	2 875,7
Koszty operacyjne	5 210,0	5 252,3	5 292,6	1,6%	0,8%	5 437,9
Saldo rezerw	1 403,0	1 404,3	1 579,8	12,6%	12,5%	1 440,6
Zysk netto	3 575,8	3 349,4	3 848,6	7,6%	14,9%	3 871,9
NIM (%)	3,02	3,00	3,00	-0,03	-0,01	
CoR (%)	0,74	0,70	0,76	+0,03	+0,06	
ROE (%)	11,25	10,33	11,46	+0,21	+1,13	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, PAP

Zmiana kursu YTD

Banki	YTD
Getin Holding	+128,8%
Idea Bank	+97,5%
Getin Noble Bank	+43,2%
Alior Bank	+15,7%
Komercni Banka	+11,7%
Erste Bank	+10,3%
BRD	+9,6%
BOŚ	+9,6%
Santander	+7,9%
Moneta Bank	+7,9%
ING BSK	+6,9%
Santander	+6,0%
OTP Bank	+5,3%
mBank	+3,0%
Millennium	+2,6%
Pekao	+1,4%
Unicredit	-1,1%
Handlowy	-1,2%
PKO BP	-2,7%
Raiffeisen	-12,7%
WIG-Banki	+2,1%
MSCI EM Europe	+8,0%
WIG	+3,8%

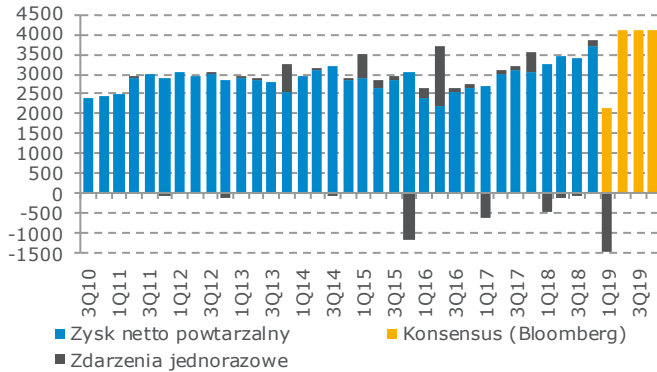
Wykonanie prognoz YTD

Banki	YTD
PKO BP	+101%
Pekao	+104%
Santander	+109%
ING BSK	+103%
Millennium	+102%
Handlowy	+98%
Alior Bank	+99%
Rynek	+104%

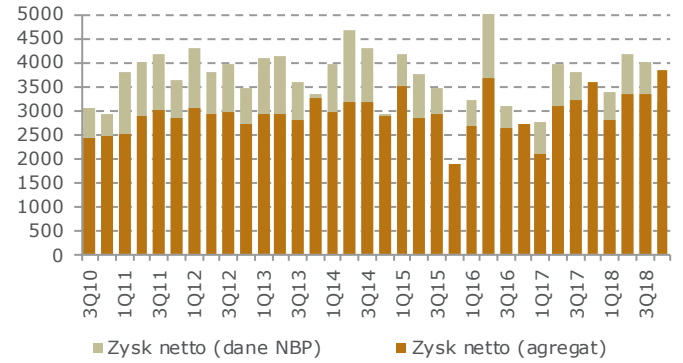


Zysk netto (mln PLN)

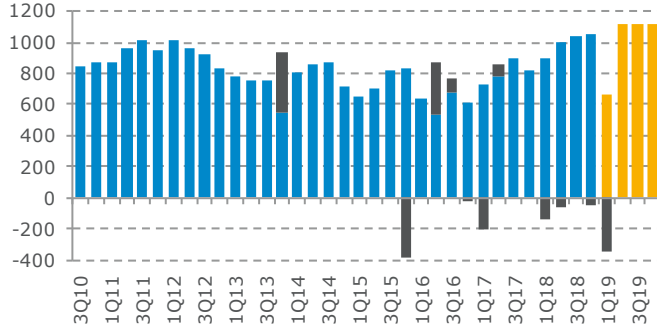
Rynek (dane zagregowane)



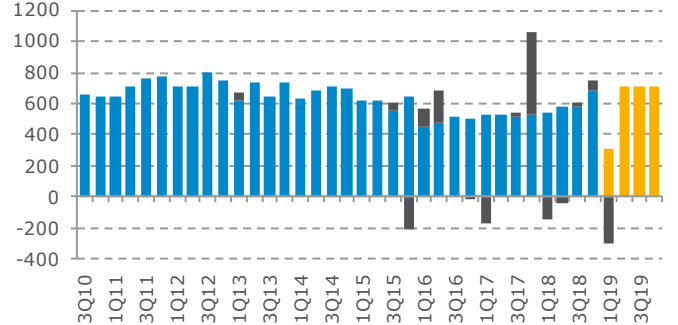
Rynek (dane zagregowane na tle danych NBP)



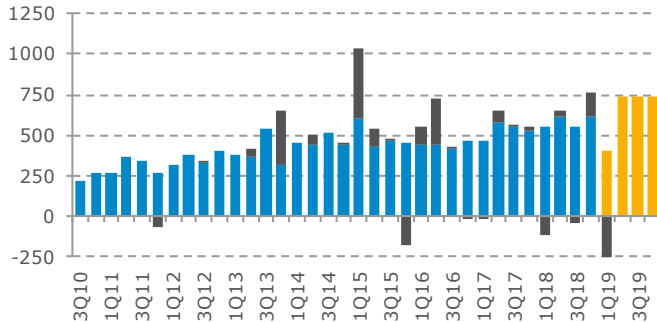
PKO BP



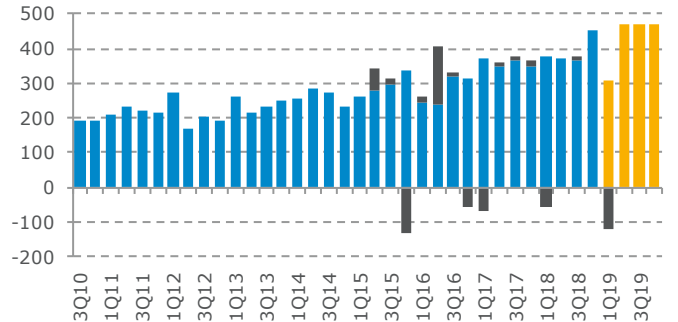
Pekao



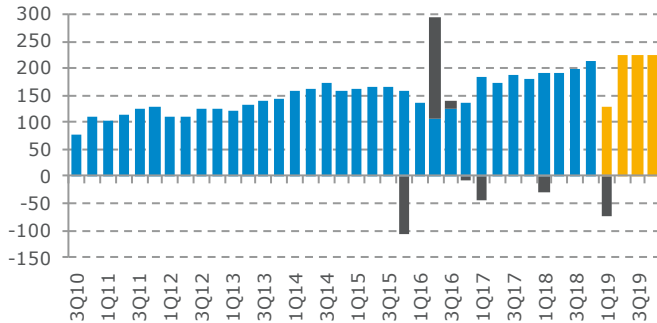
Santander



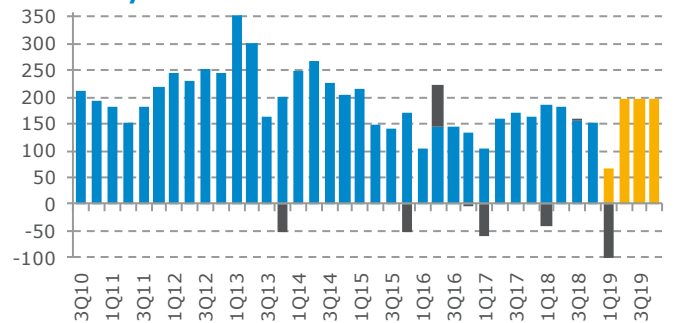
ING BSK



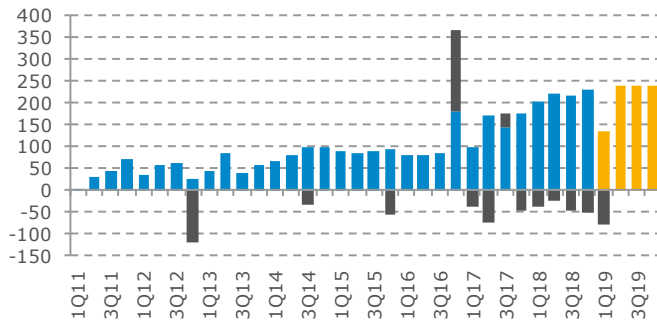
Millennium



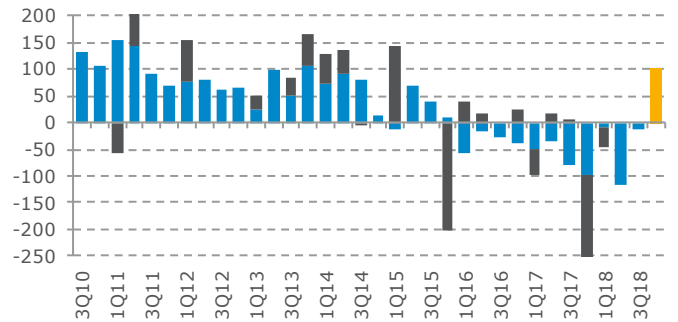
Handlowy



Alior Bank

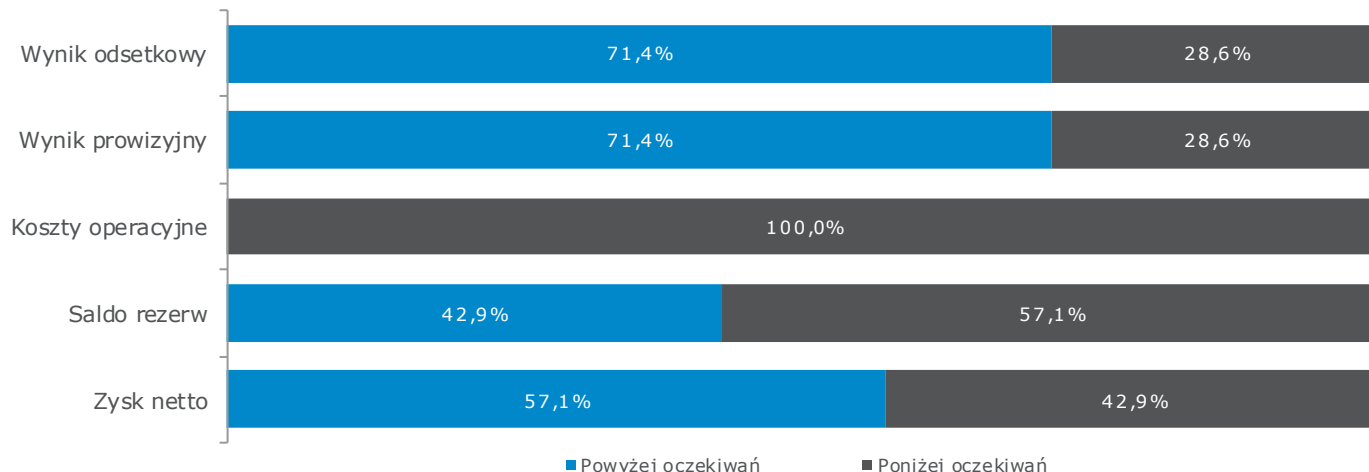


Getin Noble Bank

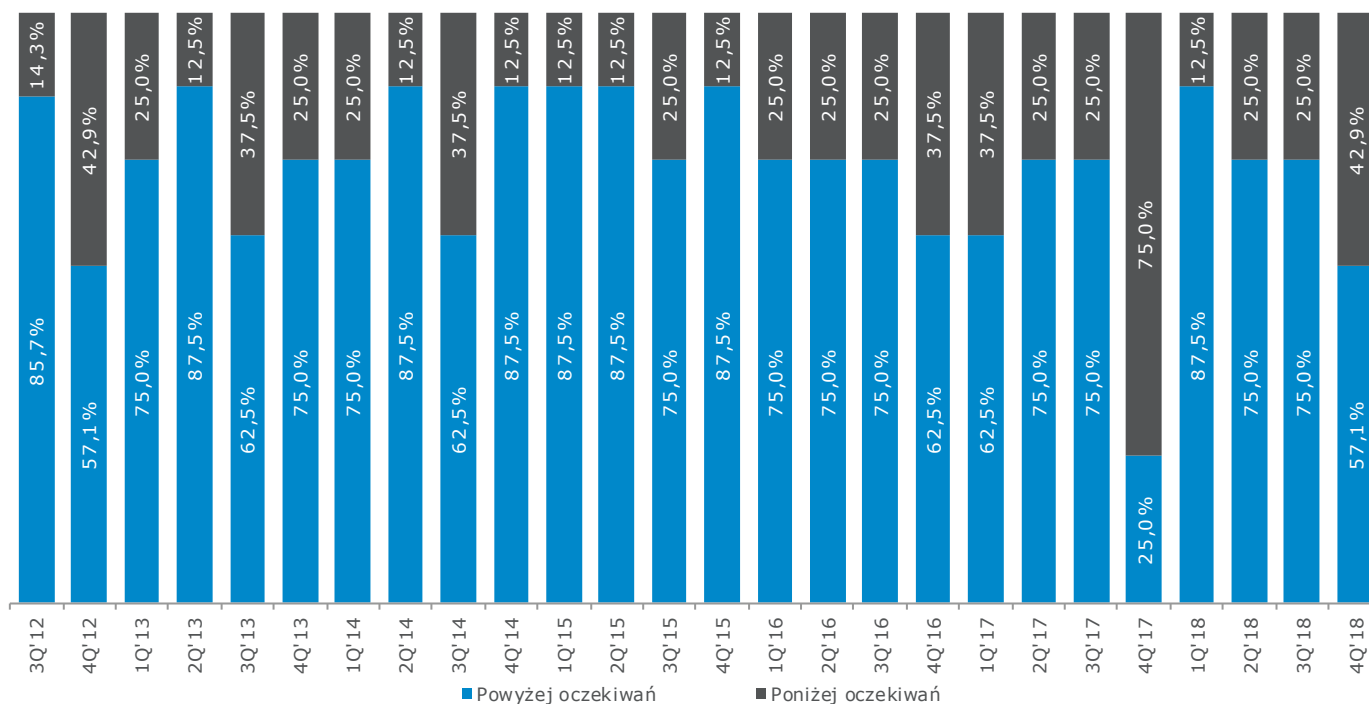


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Statystyka wyników vs. oczekiwania w 4Q'18



Zysk netto wobec oczekiwań rynkowych



Zysk/strata netto dla poszczególnych banków wobec oczekiwań rynkowych

	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	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18
PKO	2%	4%	-1%	7%	7%	20%	3%	1%	5%	-3%	3%	3%	4%	-1%	8%	1%	1%	1%
PEO	4%	1%	4%	3%	4%	15%	7%	12%	8%	3%	7%	2%	2%	9%	0%	1%	4%	14%
SPL	4%	4%	10%	6%	4%	9%	8%	10%	0%	8%	2%	13%	0%	0%	2%	7%	2%	-18%
ING	0%	7%	11%	20%	6%	12%	8%	8%	17%	-6%	4%	-2%	1%	0%	2%	-4%	0%	10%
MIL	3%	6%	10%	11%	1%	-11%	3%	-8%	2%	4%	17%	2%	3%	0%	4%	3%	0%	7%
BHW	-8%	5%	6%	-2%	-3%	9%	-1%	11%	-3%	2%	-30%	5%	8%	0%	25%	4%	-3%	-6%
ALR	7%	10%	13%	2%	2%	5%	6%	1%	4%	3,6x	-20%	6%	16%	-7%	-1%	3%	1%	-1%
GNB	-37%	-81%	11%	19%	-1%	21%	-4,8x	-91%	1,2x	-4,1x	29%	-62%	-5%	3,1x	-22%	-95%	25%	n.a.

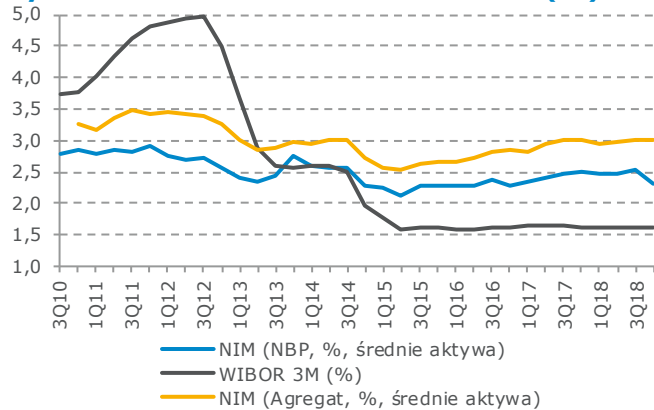
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wynik odsetkowy

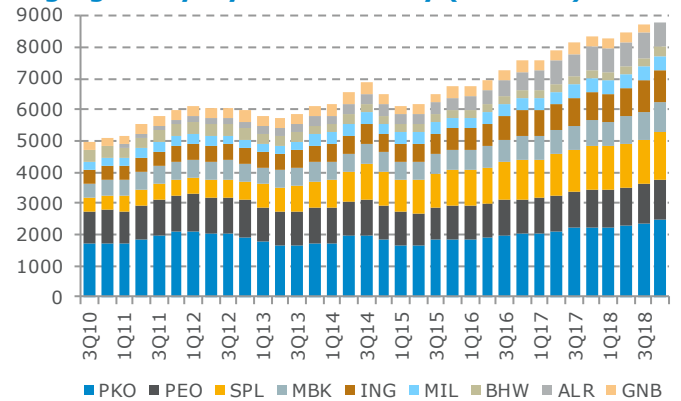
Wynik odsetkowy ponownie zaskoczył rynek (konsensus został pobity o 1%) i oceniamy go pozytywnie. Analizowane przez nas banki zdołały zachować marżę odsetkową z poprzedniego kwartału na poziomie 3,0%, co cieszy ze względu na znaczący napływ depozytów detalicznych w kwartale związany pośrednio z tzw. „afery KNF”. W 4Q'18 jedynie dwa banki (SPL oraz BHW) zanotowały znaczący spadek marży z czego w Santanderze wynikał on głównie z konsolidacji aktywów DB. Przychody odsetkowe w kwartale wzrosły o 4,8% Q/Q, co oznacza najwyższe kwartalne tempo wzrostu od 3Q'14. Uważamy, że wynik odsetkowy sezonowo będzie pod presją w 1Q'19 (najkrótszy kwartał w roku), która może być w części zrekompensowana przez spadający koszt finansowania pochodzący z nadprogramowo zebranych depozytów w 4Q'18. Oczekujemy, że w całym 2019 r. marża odsetkowa wzrośnie o 9 p.b. i wspierana będzie przez sprzedaż kredytów detalicznych.

Zagregowany wynik odsetkowy analizowanych przez nas polskich banków wzrósł o 4,3% Q/Q i 9,7% R/R, powyżej oczekiwań rynkowych. Jeżeli chodzi o poszczególne banki to 71,4% analizowanych instytucji pobiło konsensus, z zaznaczeniem, że zaskoczenia były raczej niewielkie. W 4Q'18 sektor bankowy zanotował wzrost depozytów detalicznych aż o 8% Q/Q i 17% R/R, a ich udział pomimo sezonowości nie spadł i pozostał na niezmiennym poziomie 63%. Jednocześnie struktura kredytów pozostała niezmienną, chociaż w ujęciu rocznym kredyty detaliczne zwiększyły swój udział w kredytach ogółem o 1 p.p. kosztem kredytów korporacyjnych. W kontekście poprawy marży odsetkowej najlepiej prezentował się Alior, PKO BP i Pekao, którym marża wzrosła odpowiednio o 3 p.b., 2 p.b. i 2 p.b., zaś zdecydowanie gorzej wypadł Bank Handlowy, którego marża odsetkowa spadła aż o 15 p.b., co było spowodowane niższą marżą na papierach skarbowych.

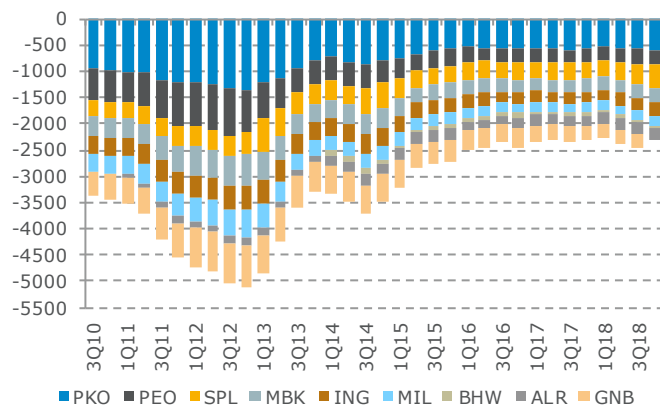
Rynek: Marża odsetkowa vs WIBOR 3M (%)



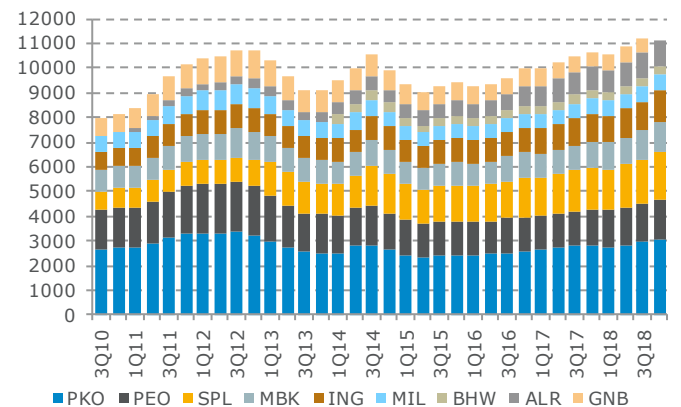
Zagregowany wynik odsetkowy (mln PLN)



Ewolucja kosztów odsetkowych (mln PLN)



Ewolucja przychodów odsetkowych (mln PLN)



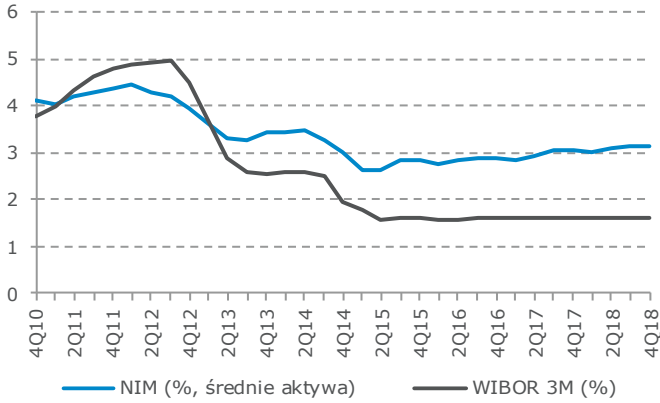
Kwartalna zmiana marży odsetkowej (do średnich aktywów)

	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	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18
PKO	-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	0,02	-0,07	0,09	0,04	0,02
PEO	-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	-0,03	-0,05	0,08	0,04	0,02
SPL	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	0,07	-0,06	-0,16	-0,14	-0,09
ING	0,00	-0,08	-0,12	0,04	0,08	0,02	0,03	0,01	0,28	0,06	-0,08	0,09	0,09	0,02	-0,09	0,06	0,05	-0,02
MIL	-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	0,00	-0,13	0,04	0,12	-0,01
BHW	-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	0,20	-0,13	-0,09	0,07	-0,15
ALR	0,00	-0,23	-0,13	-0,05	-0,03	-0,07	-0,07	-0,03	0,20	0,26	-0,08	0,37	-0,14	-0,18	-0,20	0,11	0,08	0,03
GNB	0,09	-0,34	-0,37	0,06	0,11	0,22	-0,10	0,02	0,06	0,11	-0,05	0,02	0,06	0,02	-0,05	0,10	0,10	n.a.
NBP*	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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

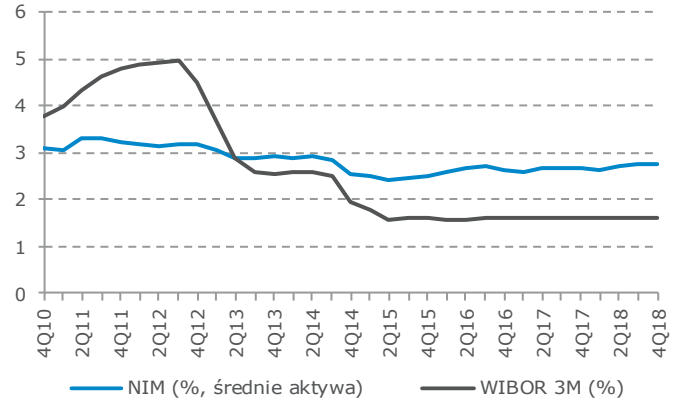
Źródło: Dom Maklerski mBanku; *stopa referencyjna NBP

NIM vs. WIBOR 3M

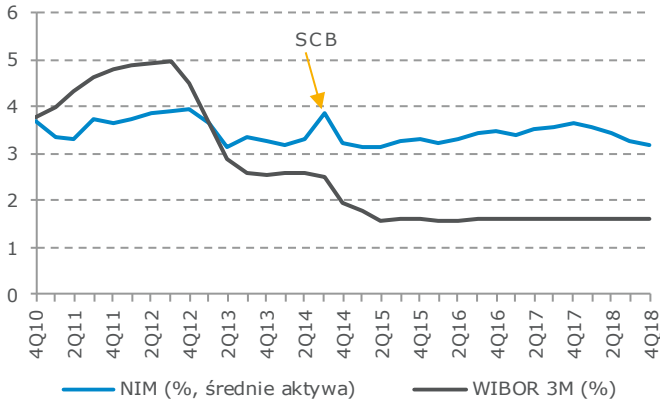
PKO BP



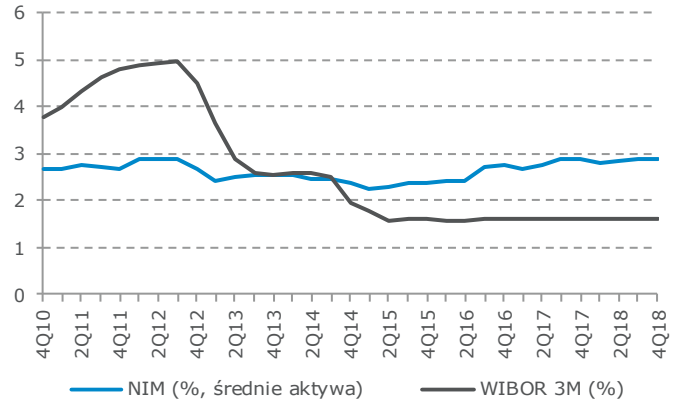
Pekao



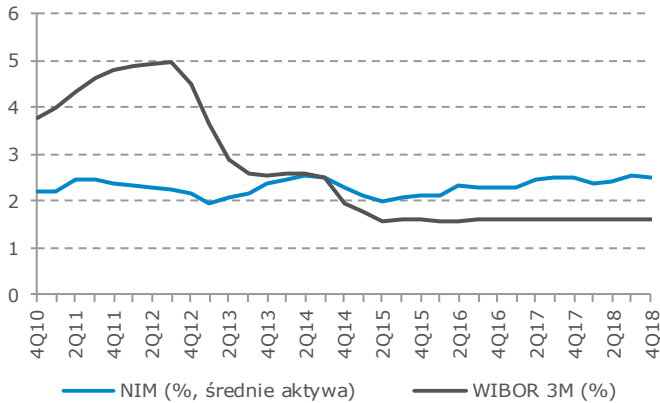
Santander



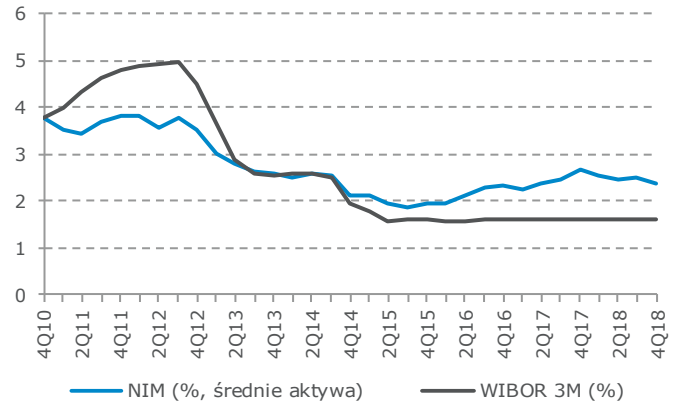
ING BSK



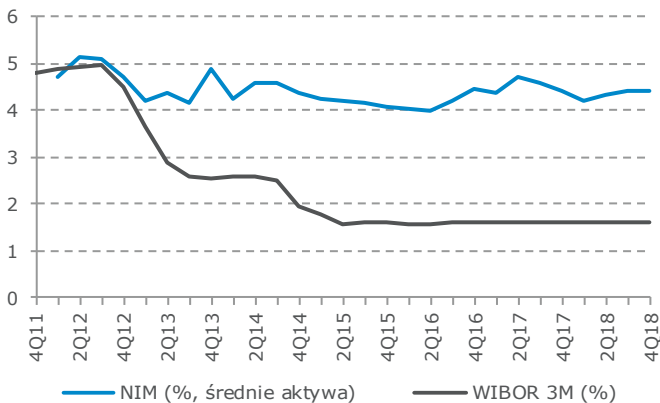
Millennium



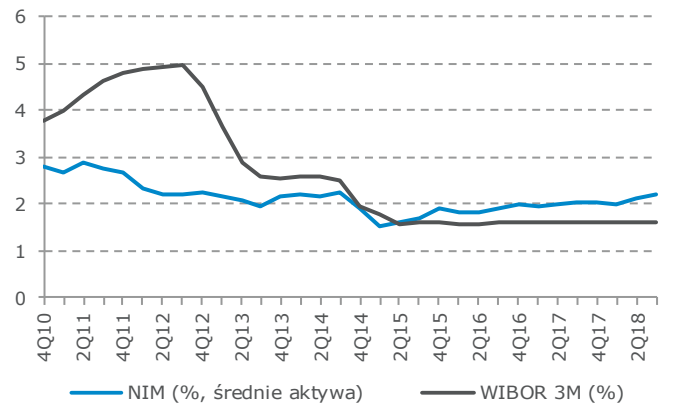
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



Źródło: Dom Maklerski mBanku

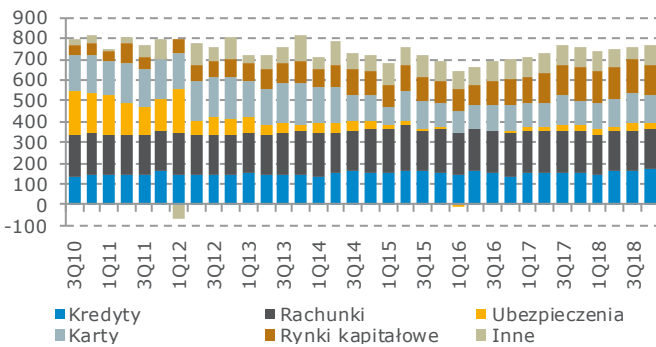


Prowizje i opłaty

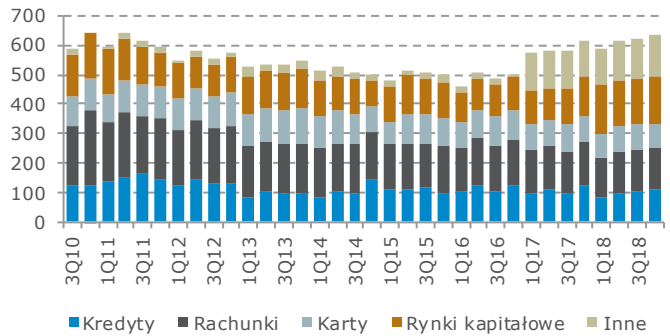
Wynik prowizyjny był płaski R/R oraz Q/Q. W odróżnieniu do poprzedniego kwartału, gdzie żaden z banków nie sprostał oczekiwaniom rynku, w 4Q aż 71% banków zaraportowało wynik prowizyjny powyżej oczekiwań. W ujęciu rocznym wynik prowizyjny banków wspierany był przez prowizje z kart (+10% R/R), kredytów (+5% R/R) oraz pozostałe (w tym FX). Banki w 4Q zanotowały znaczący spadek prowizji z tytułu ubezpieczeń (-17% R/R), ale i z rynków kapitałowych (-10% R/R). Zarządy banków dały dość optymistyczną prognozę wskazując na odbicie wyniku prowizyjnego w 2019 r., ale głównie za sprawą wzrostu aktywów.

Najlepiej oceniamy kwartalny wynik prowizyjny w Aliorze, Pekao oraz w PKO BP, gdzie banki nie tylko zanotowały wzrost wyniku Q/Q jak i R/R oraz pobiły oczekiwania rynku. Co interesujące, Bank Pekao, Alior Bank oraz Bank Handlowy zdołali poprawić prowizje z rynków kapitałowych na bardzo trudnym rynku. Z drugiej strony rozczarował Santander Bank, gdzie wynik prowizyjny spadł Q/Q i R/R pomimo konsolidacji DB. Spadek został spowodowany głównie przez prowizje kredytowe, które się przepołożyły w kwartale.

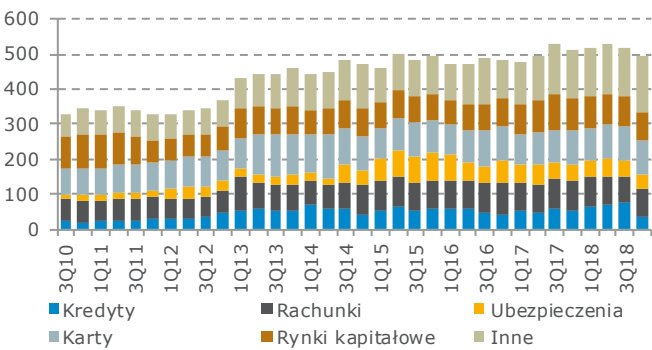
PKO BP



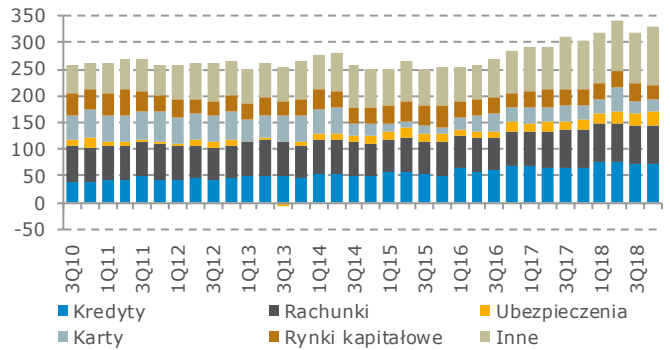
Pekao



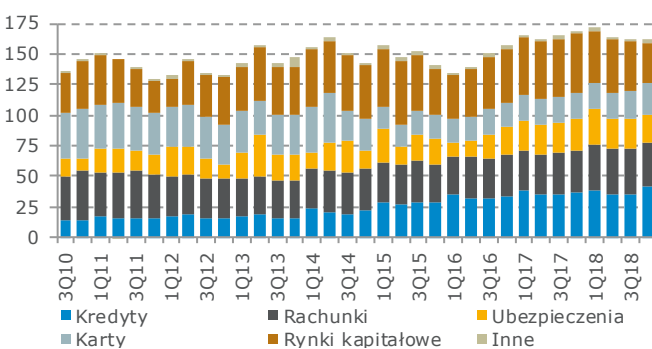
Santander



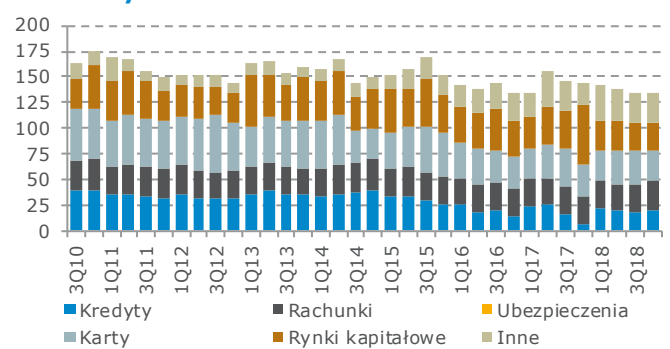
ING BSK



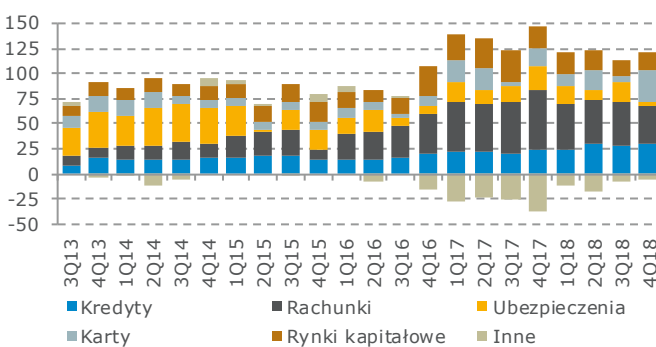
Millennium



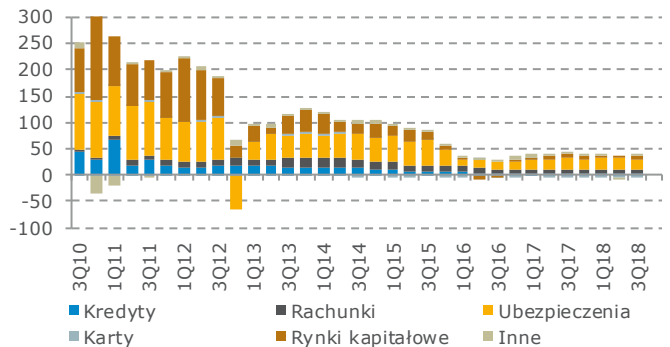
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



Źródło: Dom Maklerski mBanku

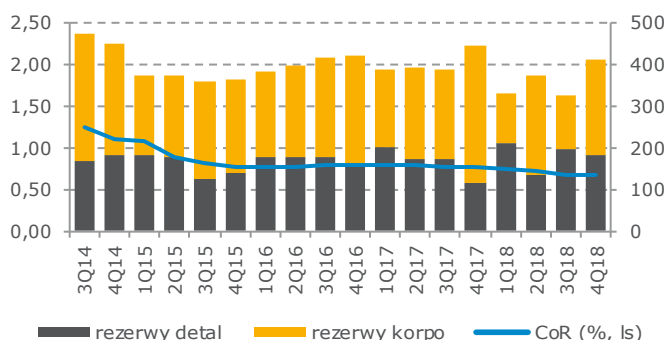
Koszt ryzyka

Wśród analizowanych banków łączne saldo rezerw wzrosło o 12,6% Q/Q i 12,5% R/R. Wynik ten w dużej mierze spowodowany jest odpisami w Santanderze, którego koszt ryzyka jednorazowo wzrósł po przejęciu aktywów od DB (efekt MSSR9) oraz kolejnymi odpisami w Aliorze. Bez ww. zdarzeń jednorazowych koszt ryzyka w korporacjach spadłby do 81 p.b. z obecnych 88 p.b. a w detalu do 61 p.b. z 72 p.b. Oczekujemy, że koszt ryzyka w 1Q'19 znacząco się poprawi po sezonowo wysokim 4Q. Przedstawiciele banków nie oczekują pogorszenia kosztu ryzyka w 2019 r. w odpowiedzi

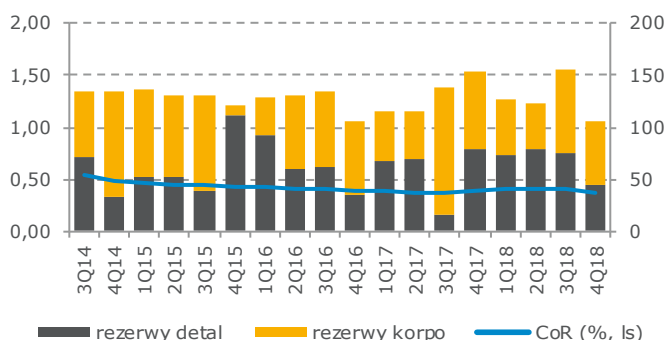
na spowolnienie gospodarcze. Nasza prognoza jest zgodna i oczekuje płaskiego kosztu ryzyka w 2019 roku.

W 4Q'18 57% analizowanych przez nas banków pokazało niższy od oczekiwań koszt ryzyka. Niemniej jednak saldo rezerw znalazło się 10% powyżej konsensusu co przypisujemy zdarzeniom jednorazowym przy konsolidacji DB przez Santander. Pozytywnie w kwartale zaskoczyły Handlowy, Pekao, ING oraz Millennium a negatywnie oprócz ww. Santander, PKO BP oraz Alior.

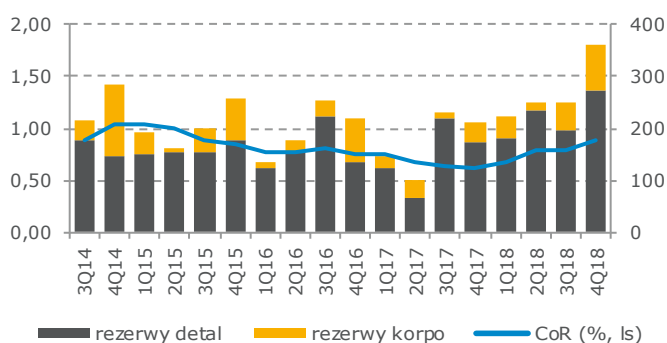
PKO BP



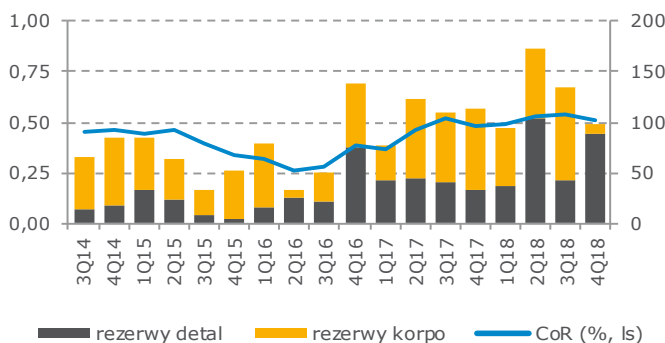
Pekao



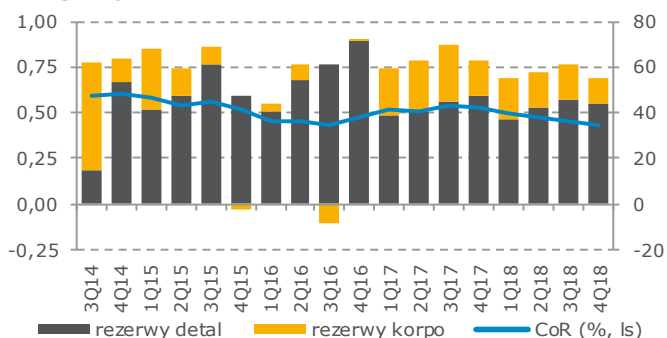
Santander



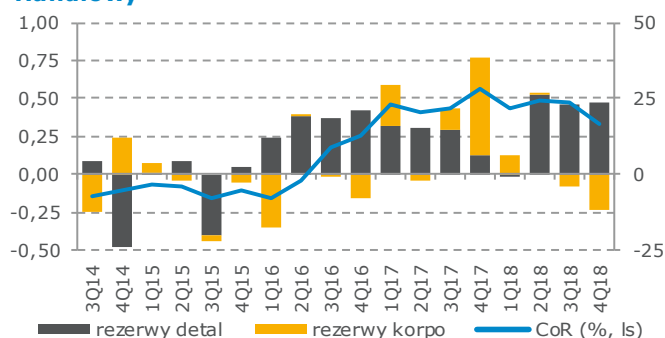
ING BSK



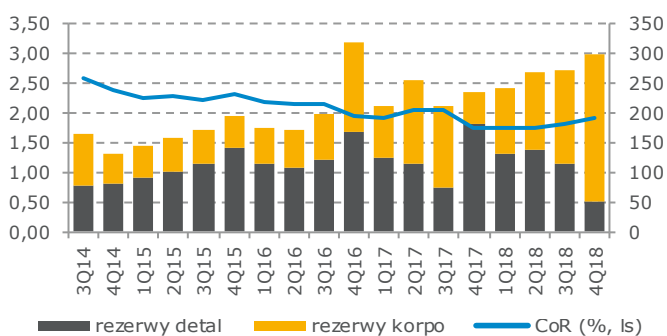
Millennium



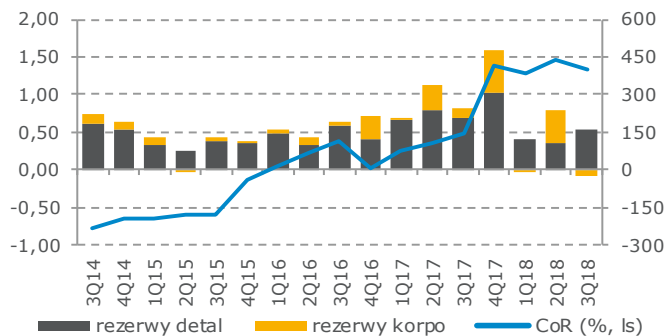
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank

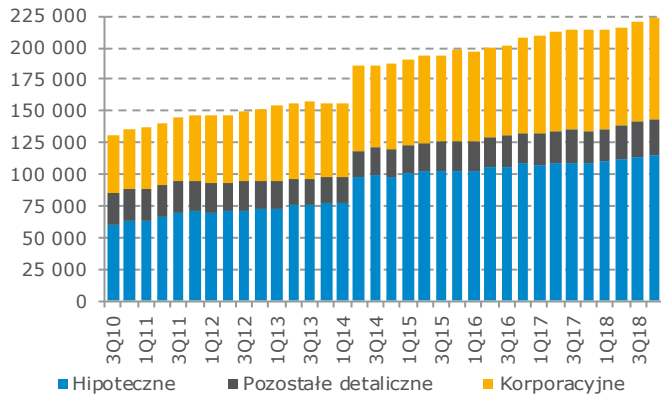


Źródło: Dom Maklerski mBanku

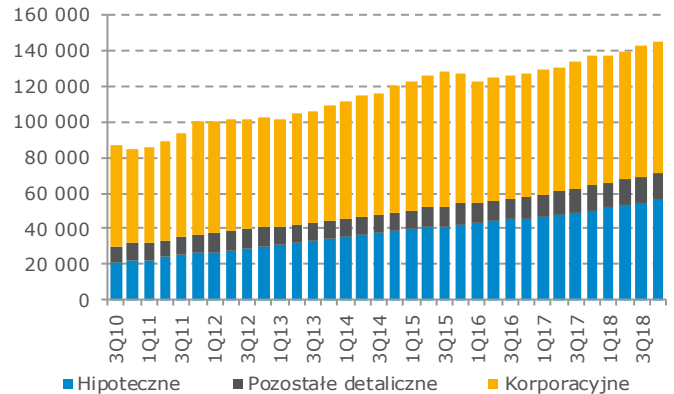


Wzrost kredytów (mln PLN)

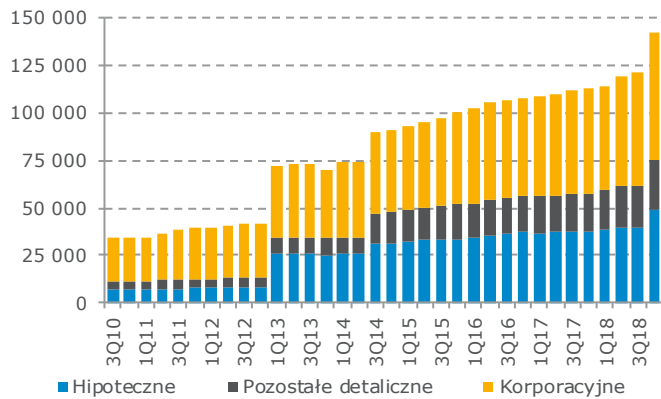
PKO BP



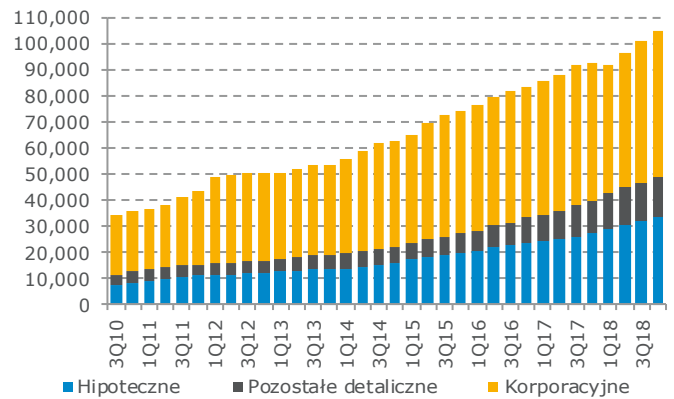
Pekao



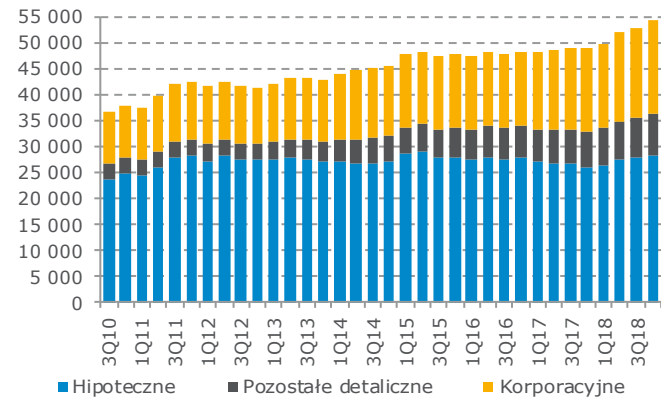
Santander



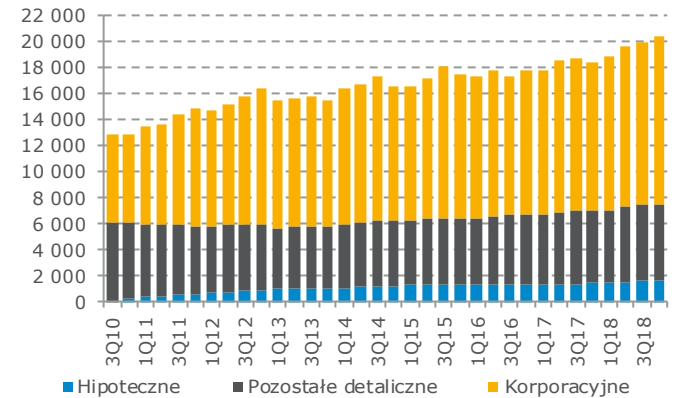
ING BSK



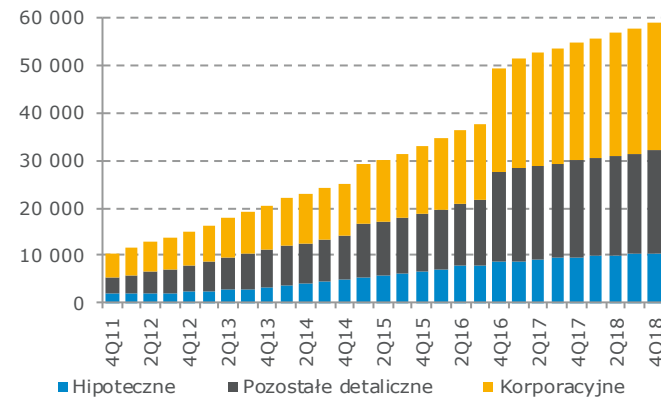
Millennium



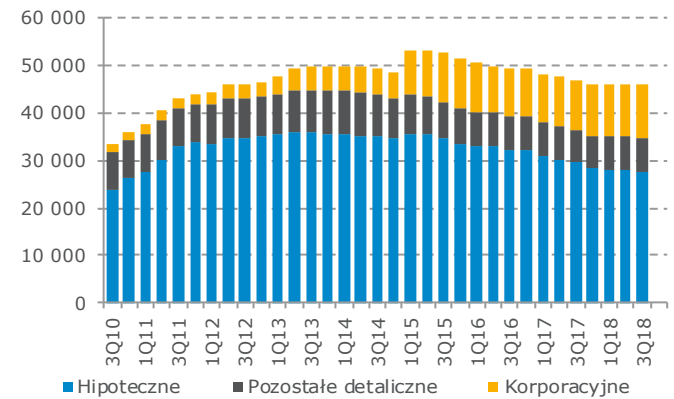
Handlowy



Alior Bank



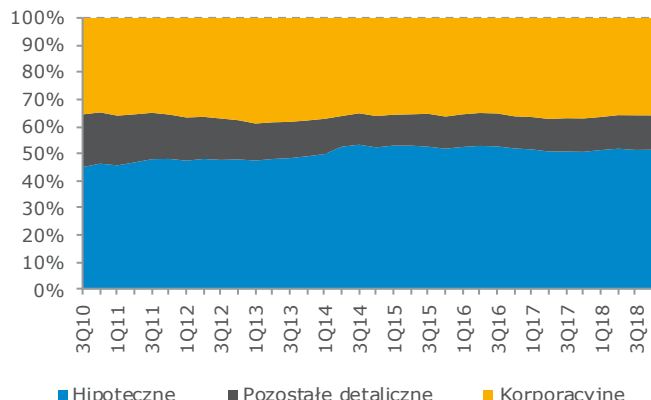
Getin Noble Bank



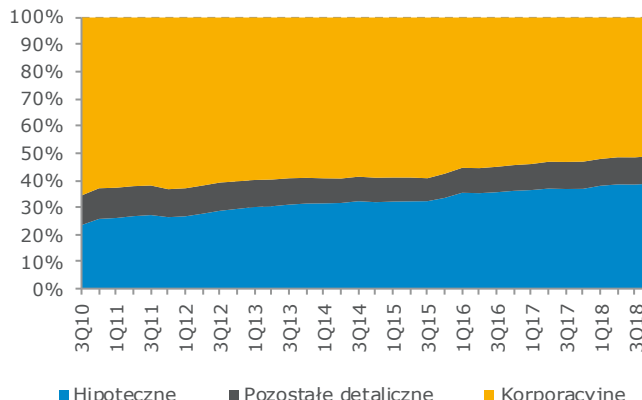
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura kredytów

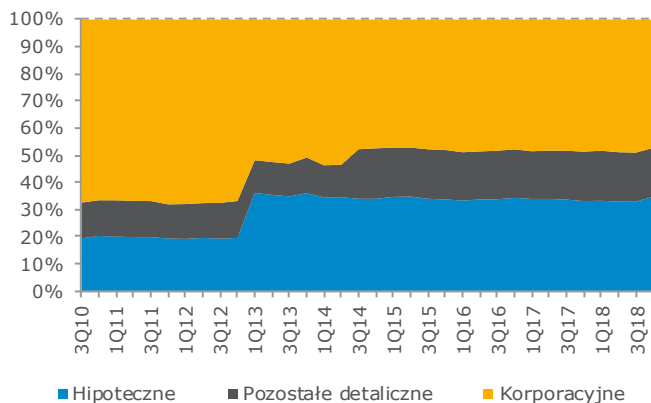
PKO BP



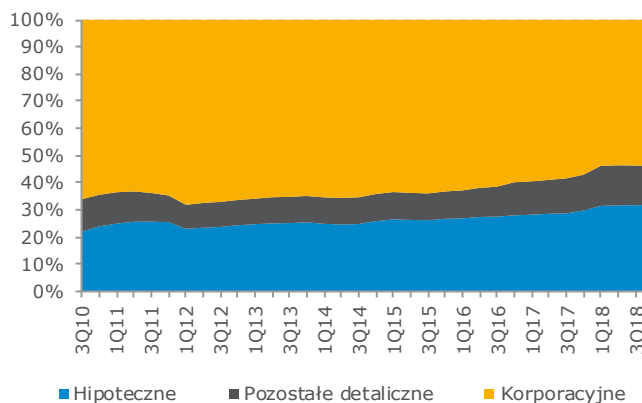
Pekao



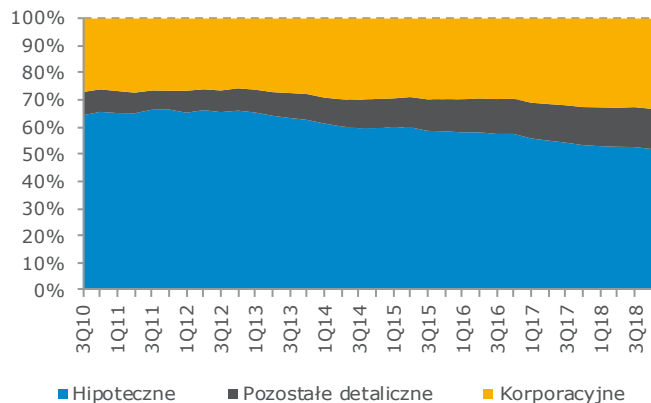
Santander



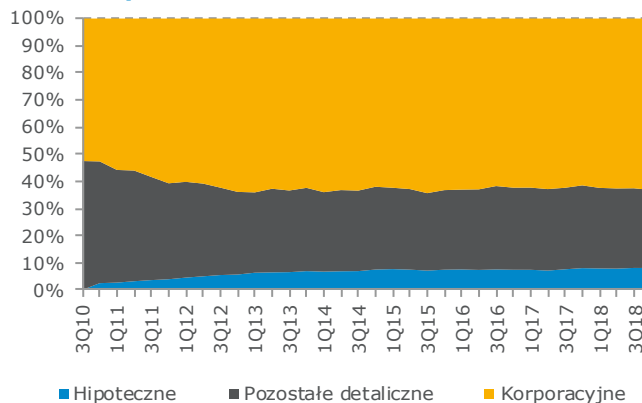
ING BSK



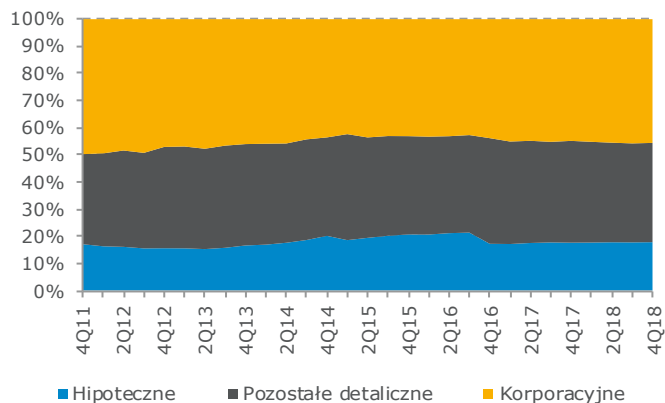
Millennium



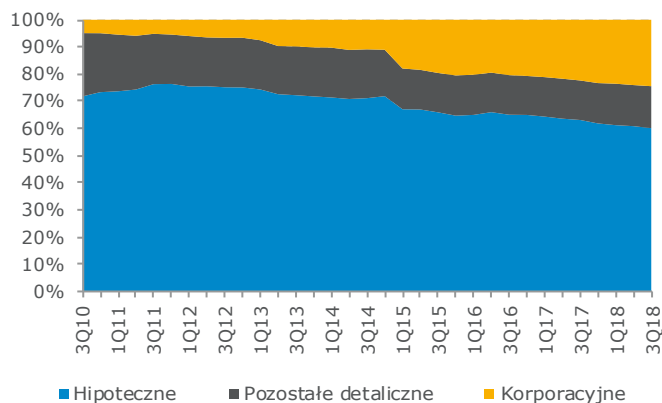
Handlowy



Alior Bank



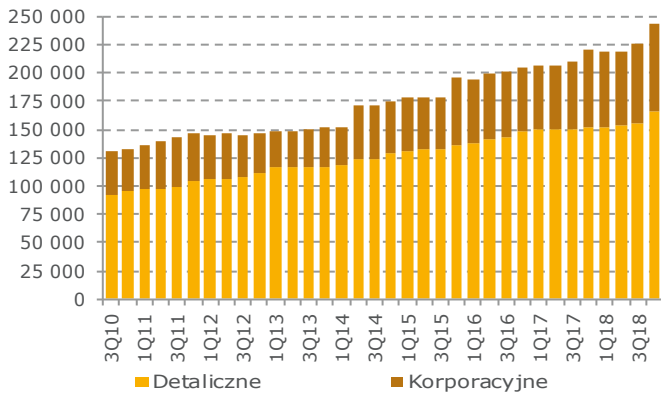
Getin Noble Bank



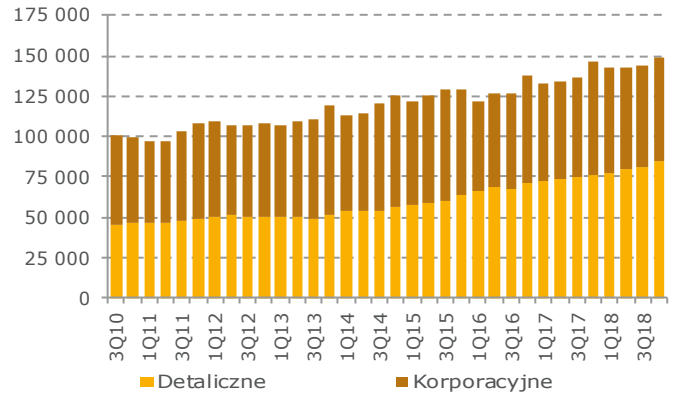
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost depozytów (mln PLN)

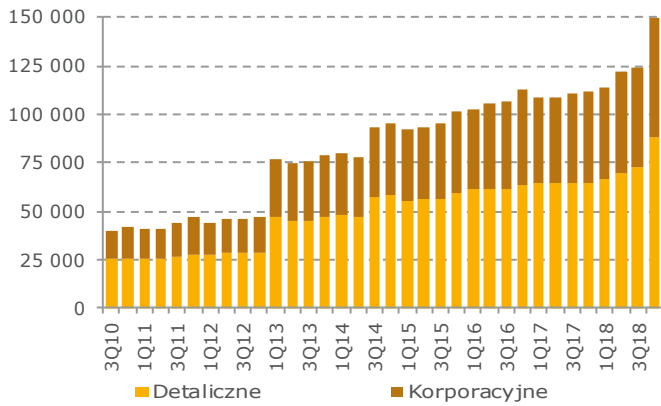
PKO BP



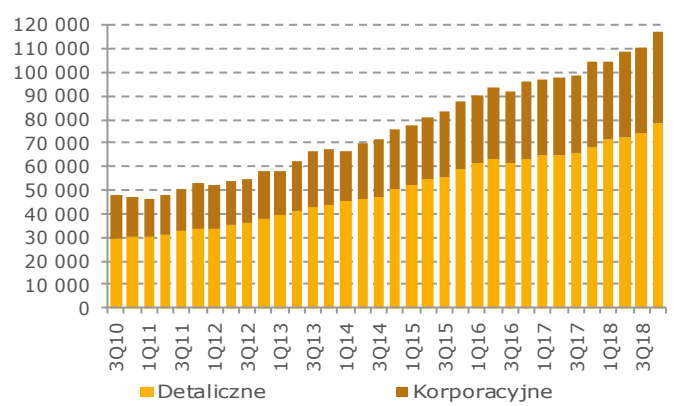
Pekao



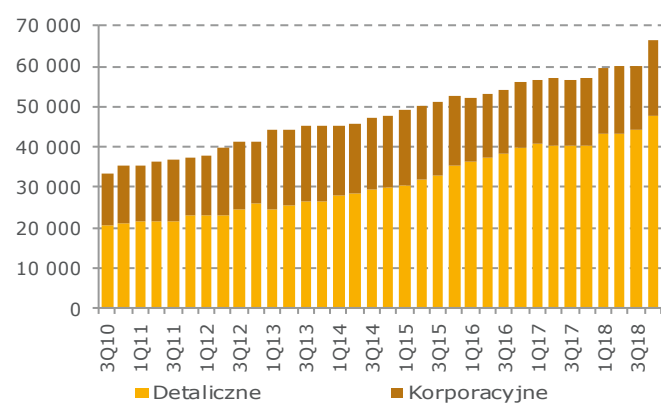
Santander



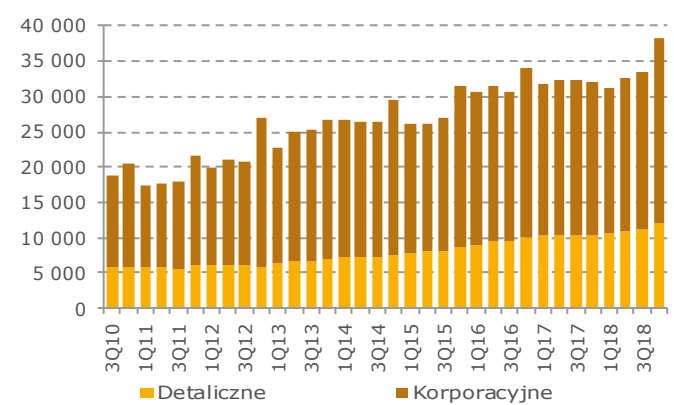
ING BSK



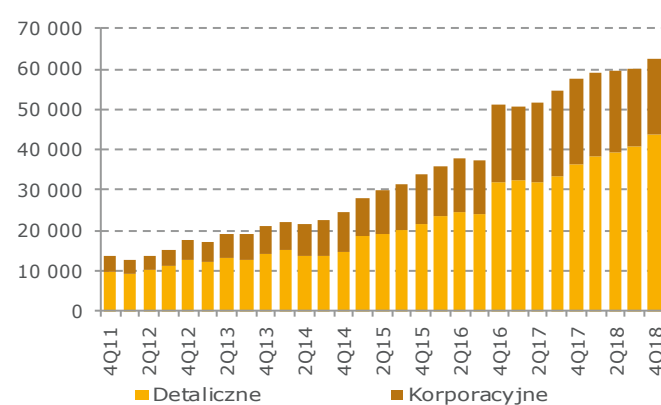
Millennium



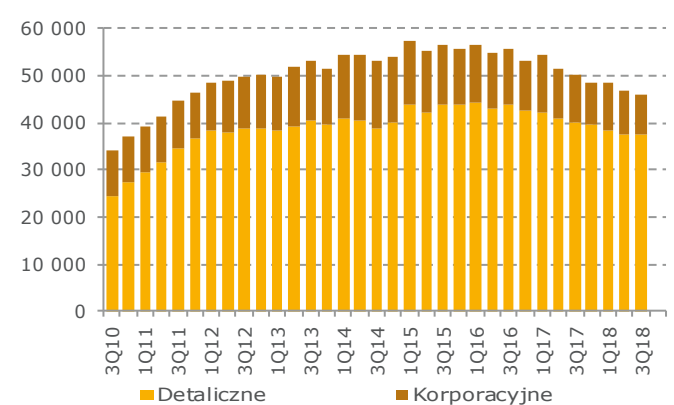
Handlowy



Alior Bank



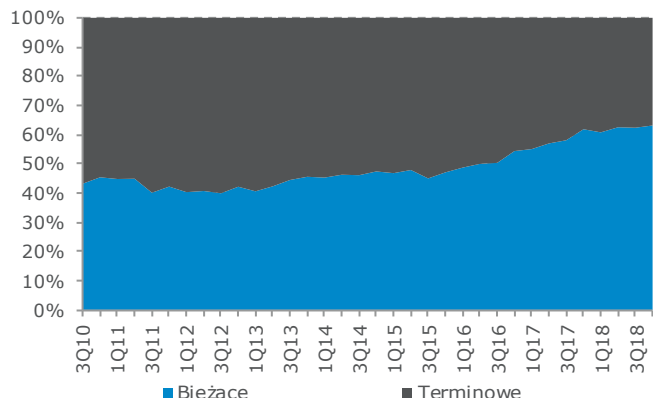
Getin Noble Bank



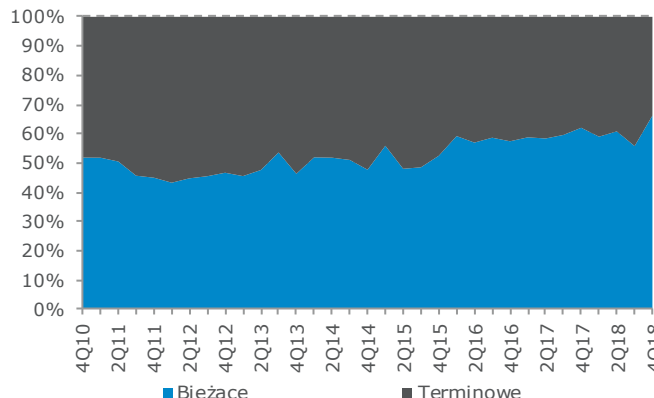
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura depozytów

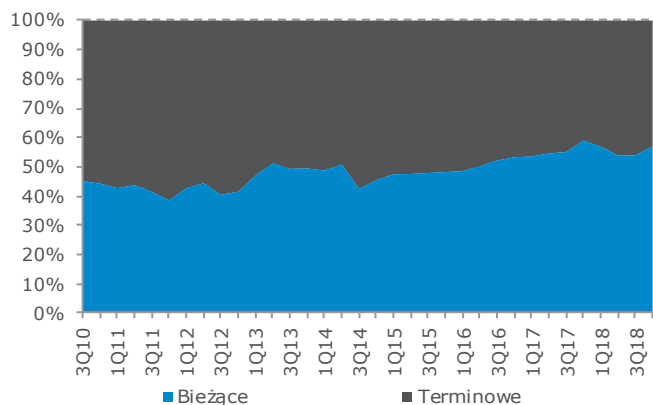
PKO BP



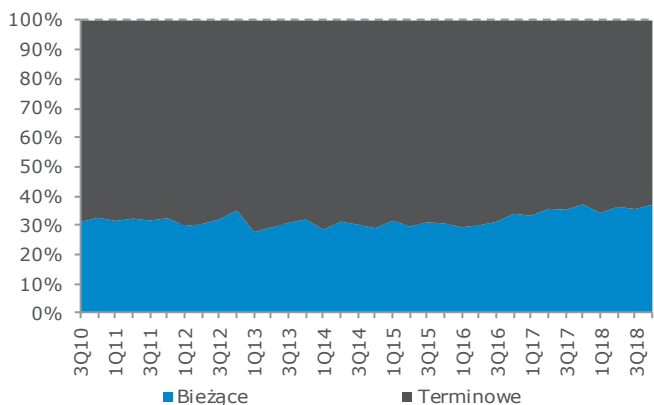
Pekao



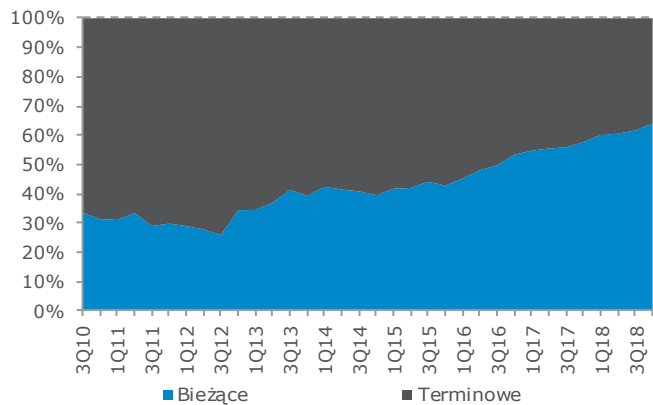
Santander



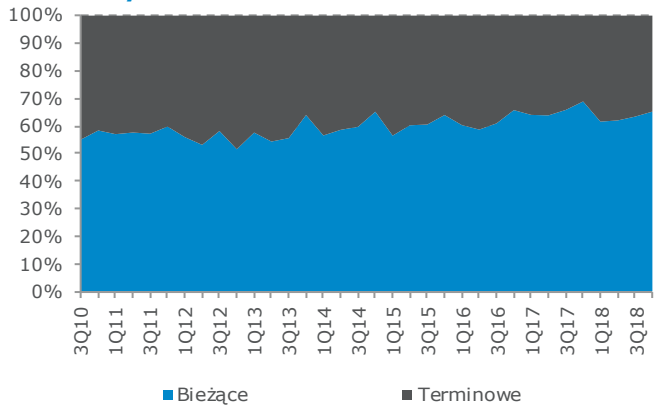
ING BSK



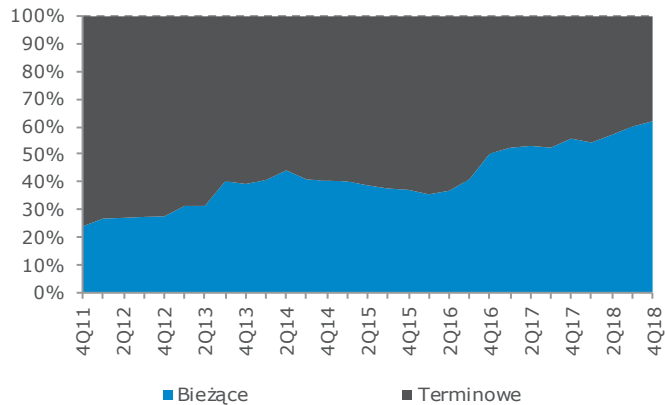
Millennium



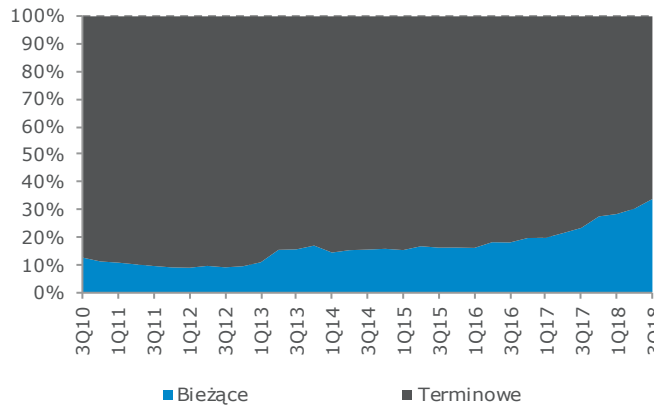
Handlowy



Alior Bank



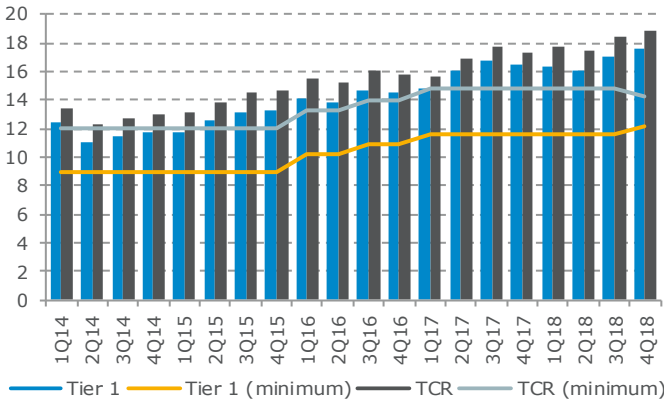
Getin Noble Bank



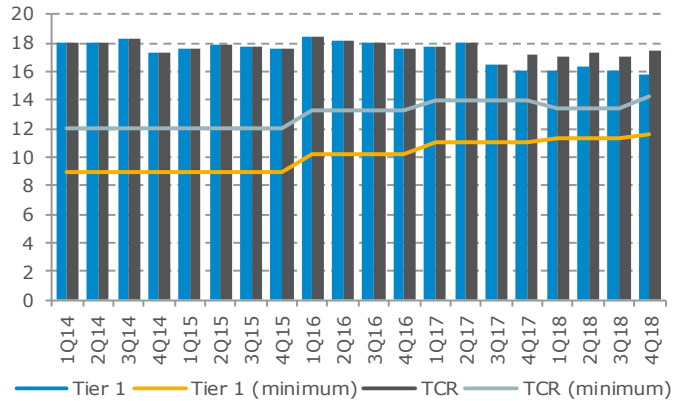
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Współczynniki wypłacalności

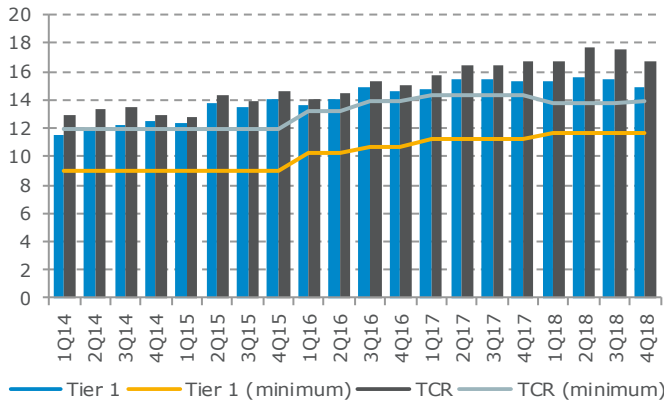
PKO BP



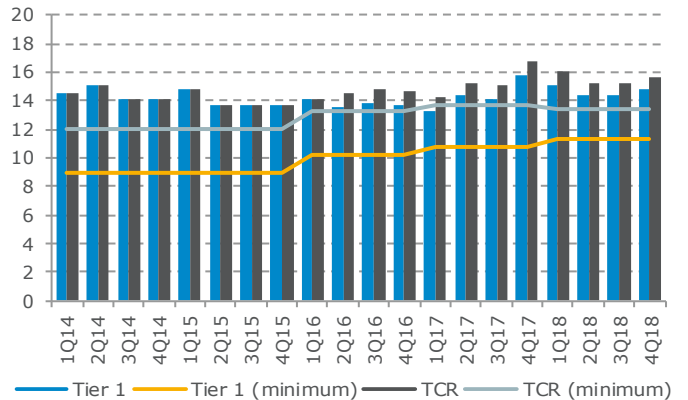
Pekao



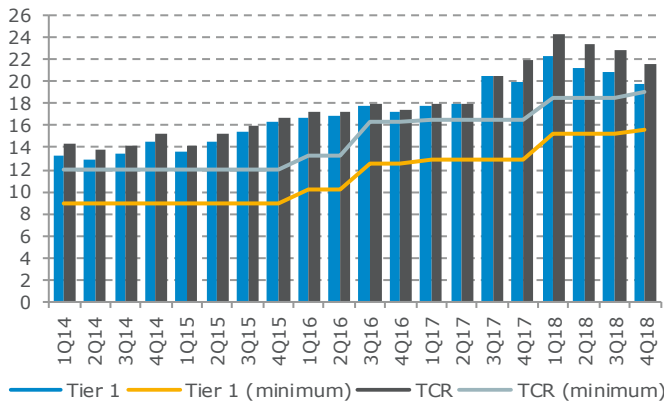
Santander



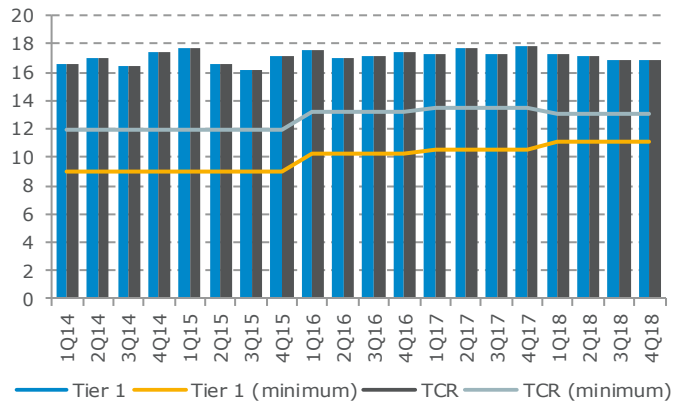
ING BSK



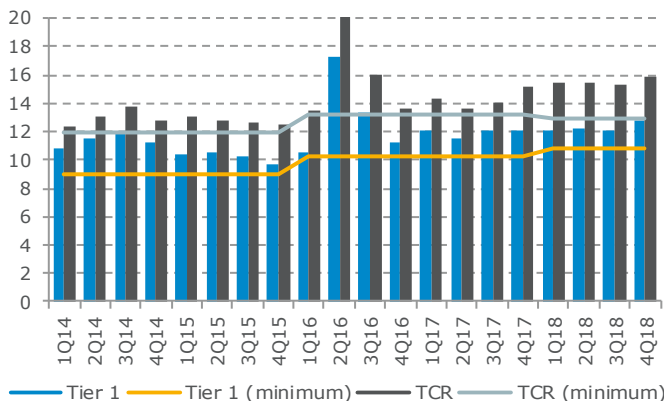
Millennium



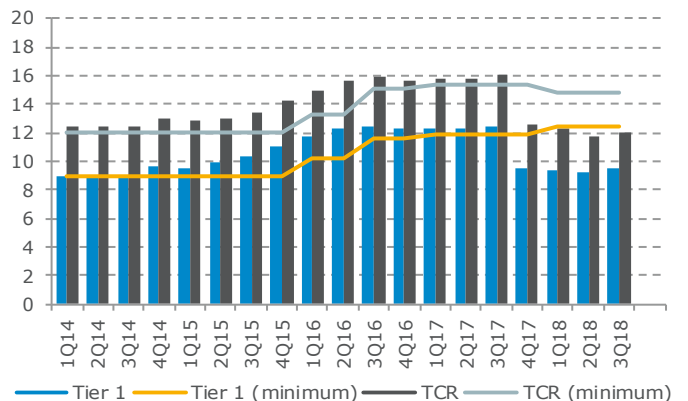
Handlowy



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 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

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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – 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. Wyeleminowanie 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastał, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynki/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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