

środa, 28 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

Banki

Region CEE

Najwyższy czas na region

Oczekujemy, że wyniki sektora bankowego w CEE powinny nadal notować wzrost, chociaż spowolnienie w strefie Euro i na rynkach globalnych zagraża wzrostowi gospodarczemu również w naszym regionie. Zakładając kolejne interwencje banków centralnych uważamy, że w obliczu oczekiwanych przez nas podwyżek konsensusu wycena sektora bankowego wygląda wyjątkowo atrakcyjnie. Przecena na globalnych rynkach w tym roku (od kwietnia) uderzyła bardziej w spółki finansowe (MSCI EME Financials -7,2%; Bloomberg bank index -19%) niż w szeroki indeks spółek Europy Wschodzącej (-1,9%), a sama wycena indeksu MSCI EME Financials wygląda szczególnie atrakcyjnie biorąc pod uwagę 12-month forward P/E, który notowany jest z 18% dyskontem do 3-letniej średniej i aż 27% dyskontem do 5-letniej średniej. Obecnie preferujemy banki w regionie CEE od polskich ze względu na bardzo dobre momentum wynikowe (wzrost wolumenów + niski koszt ryzyka), wysoką rentowność oraz mniejszą presję regulacyjną (groźba przewalutowania kredytów CHF). Dodatkowo uważamy, że porównywalna sytuacja kapitałowa pozwoli konkurować bankom w regionie również na polu dywidendy. Biorąc pod uwagę wszystkie wymienione czynniki oraz atrakcyjny kurs akcji uważamy, że luka w wycenie do polskiego sektora bankowego będzie się stopniowo zamykać. Naszym top-pick są Erste Bank oraz Moneta Money Bank. Niniejszym raportem inicjujemy także analizę fundamentalną Moneta Money Bank oraz Raiffeisen Bank International.

Dlaczego preferujemy region od Polski?

Uważamy, że banki w regionie CEE są obecnie znacznie bardziej atrakcyjnie wycenione niż w Polsce. Średni potencjał wzrostu dla banków z niniejszego raportu wynosi obecnie 22,1% wobec 18,0% w Polsce. Polskie banki historycznie wyceniane były ze znacząco premią do regionu ze względu na potencjał rynku (jeden z największych rynków CEE z niską penetracją kredytów), stabilność operacyjną oraz mocną pozycję kapitałową, a co za tym idzie możliwości dywidendowe. Z kolei banki w regionie w ostatnich latach zmagali się z presją regulacyjną rozpoczynając od rosnących wymogów kapitałowych (Erste, RBI), przez konflikty zbrojne i sankcje po wprowadzenie podatków bankowych czy przewalutowanie kredytów frankowych (OTP, Erste, RBI). Niemniej jednak, ostatni wzrost wyników, ponadprzeciętna jakość aktywów, wzrost wolumenów i mniejsza presja regulacyjna powinny skłonić inwestorów aby znowu przyjrzeć się dokładniej bankom w regionie CEE.

Preferujemy Erste nad RBI i Monetę nad Komercni

Naszymi top-pickami w regionie są Moneta Money Bank oraz Erste Bank. W przypadku pierwszego banku uważamy, że dobre momentum makroekonomiczne będzie nadal odzwierciedlone w wynikach banku, zaś w przypadku Erste Banku uważamy, że guidance Zarządu jak i konsensus są znowu zbyt konserwatywne. RBI jest najmniej preferowanym przez nas bankiem, gdzie ryzyko inwestycyjne znajduje się na znacznie wyższym poziomie co spowodowane jest chociażby portfelem kredytów CHF w Polsce. Ponadto, RBI w dużej mierze uzależnione jest od biznesu w Rosji, który pomimo dobrych wyników waży na wycenie SOTP. Relatywnie niższy potencjał wzrostu widzimy także w OTP oraz Komercni Banka, który w przypadku KB wynika ze słabej dynamiki wyników, zaś w przypadku OTP z silnego zachowania kursu (+15% w USD przez ostatnie 12 miesięcy).

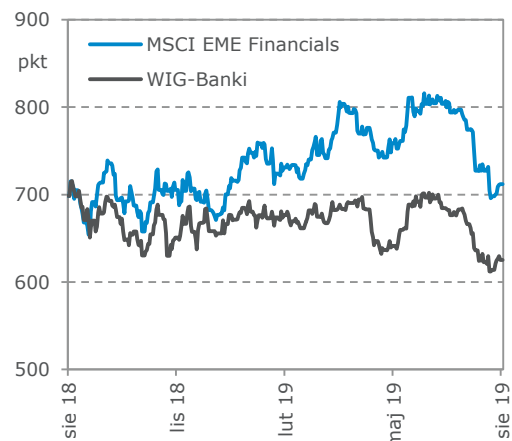
Spółka	P/E			P/BV		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
OTP Bank	8,2	7,5	7,4	1,5	1,3	1,2
Komercni Banka	10,3	10,6	10,2	1,5	1,4	1,4
Moneta Money B	10,2	9,5	9,4	1,5	1,5	1,4
Erste Group	8,5	7,8	7,3	0,9	0,8	0,8
RBI	6,2	5,9	5,4	0,5	0,5	0,5

WIG-Banki	7 060
MSCI EME Financials	700
P/E 2019P	10,2x
P/BV 2019P	1,2x

Strategia dotycząca sektora

Wzrost gospodarczy, silne wolumeny kredytowe oraz najmocniejsza od lata sytuacja kapitałowa wspierają wyniki banków w regionie. Banki w regionie czerpią ze sprzyjającej sytuacji makroekonomicznej co najbardziej jest widoczne w niskim koszcie ryzyka. Chociaż spowolnienie gospodarcze jest coraz bardziej widoczne na horyzoncie to oczekujemy, że sektor będzie czerpał korzyści przynajmniej przez kolejne dwa lata. Cieniem na sektorze kładą się ostatnie odczyty w strefie Euro i globalne ale oczekujemy, że sytuacja zostanie znowu wsparta przez interwencje banków centralnych. W tym otoczeniu utrzymujemy pozytywne nastawienia do sektora bankowego.

MSCI EME Financials na tle WIG-Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
OTP Bank	14 681	13 046	kupuj	trzymaj
Komercni Banka	945,02	1000,00	kupuj	akumuluj
Moneta Money B	94,33	-	kupuj	-
Erste Group	40,38	43,72	kupuj	kupuj
RBI	23,05	-	akumuluj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
OTP Bank	11 990	14 681	+22,4%
Komercni Banka	817,50	945,02	+15,6%
Moneta Money B	76,35	94,33	+23,6%
Erste Group	30,21	40,38	+33,2%
RBI	20,49	23,05	+12,5%

Analitycy:

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

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

środa, 28 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

OTP Bank: kupuj (podwyższona)

OTP HB; OTPB.BU | Banki, Węgrzy

Akwizycje będą napędzać wyniki i dywidendę

Podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj dla OTP Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową do 14 681 HUF na akcję. Rewizja naszej ceny docelowej spowodowana jest bardzo dobrymi wynikami banku w 1H'19, ale także kolejnymi akwizycjami, które wspierać będą wyniki w kolejnych latach. W samym 2Q'19 OTP Bank pobił konsensus o 10% na linii zysku netto, a sam bank zaraportował najwyższy, powtarzalny wynik w historii. OTP Bank, tak jak i inne banki w regionie, jest beneficjentem szczytu cyklu gospodarczego, co odzwierciedlone jest w niskim koszcie ryzyka. Zdajemy sobie sprawę, że sytuacja ta powinna ulegać normalizacji w kolejnych latach, ale jednocześnie uważamy, że wyższy koszt ryzyka zostanie zneutralizowany przez akwizycje banku. OTP Bank przez ostatni rok zakupił 6 banków w Albanii, Bułgarii, Serbii, Mołdawii, Czarnogórze oraz w Słowenii od Societe Generale. Szacujemy, że w 2020 roku łączna kontrybucja do wyników nowych akwizycji wyniesie aż 11% przed osiągnięciem synergii kosztowych (w Serbii i Czarnogórze fuzja z istniejącymi biznesami OTP Banku), co z kolei pozwoli na osiągnięcie ROE na poziomie 19% wobec 11% w Erste oraz 9% w RBI. Znacząco wyższa rentowność oraz rosnąca dywidenda uzasadnia naszym zdaniem premię do austriackich spółek porównywalnych.

Bardzo dobre wyniki podniosą konsensus

OTP Bank pozytywnie zaskoczył wynikami w 2Q'19 bijąc konsensus aż o 10%. Niskie saldo rezerw oraz pozytywna dynamika wyników podstawowych zdopingują naszym zdaniem konsensus do podwyżki o około 10% na rok 2019 oraz o 12% na 2020 i 4% na 2021. Nasze prognozy zostały podniesione aż o 20% na rok 2019 i o 25% na 2020. Tak znacząca zmiana wynika z lepszych przychodów podstawowych oraz znacznie niższego niż oczekiwaliśmy kosztu ryzyka, zaś dodatkowo w 2020 z włączenia do naszego modelu akwizycji w Mołdawii, Słowenii i Serbii. OTP Bank po 1H'19 wykonał 46% naszej nowej prognozy rocznej, ale jednocześnie należy pamiętać, że 1Q'19 jest sezonowo słabszy, chociażby ze względu na zaksięgowanie w całości podatku bankowego. Finalnie, nasza prognoza jest zgodna z zapowiedziami Zarządu osiągnięcia ROE powyżej 15% w 2019 roku.

Dywidenda wzrośnie i to znacząco

Na koniec 2Q'19 OTP Bank zaraportował wskaźnik wypłacalności CET1 na poziomie 15,9% a TCR na poziomie 17,4%. Zarząd ocenia, że akwizycje przeprowadzone w 2019 roku (Mołdawia, Montenegro, Słowenia) pomniejszą wskaźniki wypłacalności o 2,8 p.p. pozostawiając OTP nadal z komfortowym buforem. Co ważne, OTP nie planuje kolejnych istotnych akwizycji co skłania Zarząd do zwiększenia strumienia dywidend do akcjonariuszy lub innych form takich jak skup akcji własnych. Do tej pory, dywidenda z OTP była dość skromna, co było uzasadnione przez znaczące obciążenia regulacyjne czy ostatnią aktywność na polu M&A ze wskaźnikiem DYield oscylującym w przedziale 1%-2%. Uważamy, że wraz z końcem procesu integracji nowych biznesów wskaźnik DYield wzrośnie w 2021 do co najmniej 4,5%.

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	546,7	599,8	701,9	803,1	842,8
Wynik pozaodsetkowy	262,2	285,9	352,1	386,2	400,4
Koszty operacyjne	441,8	496,8	560,3	621,3	641,1
Zysk operacyjny*	367,1	388,9	493,7	568,0	602,1
Zysk netto**	281,1	318,2	388,1	424,8	434,9
ROE (%)	18,4	18,4	19,6	18,4	16,6
P/E	11,4	10,1	8,2	7,5	7,4
P/BV	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2
DPS	199,2	229,6	228,9	237,4	548,5
Stopa dywidendy (%)	1,7	1,9	1,9	2,0	4,6

*zysk operacyjny przed kosztami rezerw; **zysk netto przypadający akcjonariuszom

Cena bieżąca	11 990 HUF
Cena docelowa	14 681 HUF
Kapitalizacja	3 404 mld HUF
Free float	3 404 mld HUF
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	10,8 mld HUF

Struktura akcjonariatu

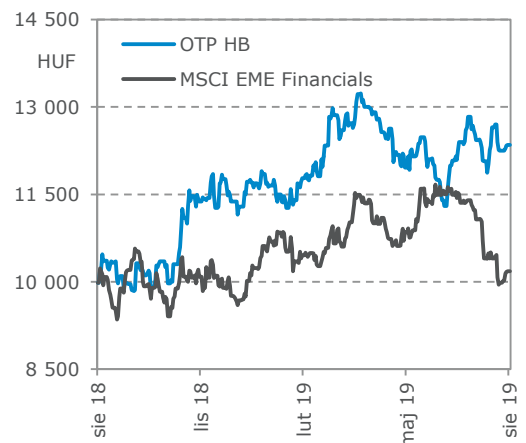
MOL	8,57%
Kafijat Ltd.	7,22%
Opus Securities SA	5,18%
Groupama	5,12%

Pozostali akcjonariusze 73,91%

Profil spółki

OTP Bank jest bankiem uniwersalnym, operującym na rynkach Europy Środkowej i Wschodniej. Największe operacje OTP Bank prowadzi na Węgrzech, w Bułgarii oraz w Rosji. Bank nie posiada strategicznego inwestora. W ostatnich latach bank rozwijał się poprzez liczne akwizycje w regionie.

Kurs akcji OTP na tle MSCI EME Fin



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
OTP Bank	14 681	13 046	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
OTP Bank	11 990	14 681	+22,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P
WNDB	+6,2%	+15,7%
Zysk brutto	+18,1%	+16,5%
Zysk netto	+20,4%	+24,5%

Analitycy:

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

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

środa, 28 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

Komercni Banka: kupuj (podwyższona)

KOMB CP; BKOM.PR | Banki, Czechy

A podwyżkę dalej nie widać

Obniżamy naszą cenę docelową do 945,02 CZK na akcję dla Komercni Banka, ale podwyższamy rekomendację do kupuj. Kurs akcji KB przecenił się przez ostatnie 12 miesięcy o 12% pomimo bicia konsensusu przez ostatnie dwa lata (z wyjątkiem wyniku zgodnego z oczekiwaniami w 1Q'19). Uważamy, że część odpowiedzialności za przecenę waleń banku ponoszą politycy, którzy wspominali o wprowadzeniu podatku w różnej formie, co finalnie nie będzie mieć miejsca. Nasze najnowsze prognozy zostają obniżone o 1% na 2019 rok oraz o 7% na 2020 głównie ze względu na rozczarującą projekcję wyniku odsetkowego. Przez ostatnie 2 lata Narodowy Bank Czeski (CNB) podniósł stopę referencyjną o 100 p.b. (195 p.b. od minimów w 2012 roku), zaś marża odsetkowa KB wzrosła o zaledwie 4 p.b. Uważamy, że za brak efektów podwyżek odpowiedzialna jest nie tylko konstrukcja kredytów ze stałą stopą, ale przede wszystkim konkurencja która spowodowała znaczący spadek marż na nowo udzielanych kredytach. Niemniej jednak oczekujemy, że kwartalna marża odsetkowa w 2020 i 2021 roku powinna zanotować lekkie odbicie. Cały czas postrzegamy KB za bezpieczną przystań w regionie z silną pozycją kapitałową, stabilnym środowiskiem operacyjnym, wysoką rentownością oraz względnie wysoką dywidendą.

Konkurencja pożera podwyżki stóp

Pomimo znaczących podwyżek stóp procentowych marża KB nie odnotowała znaczącego odbicia. Uważamy, że winna tej sytuacji jest konkurencja cenowa na rynku. Obrazuje to naszym zdaniem spadek spreadu na kredytach konsumenckich o 182 p.b. w ostatnich 2 latach i hipotecznych o 100 p.b. (-214 p.b. w 5 lat) wobec wzrostu stopy bazowej o 100 p.b. przez ostatnie dwa lata. Oznacza to, że nowo udzielone kredyty lub te które się rolują (hipoteczne) są znacznie niżej oprocentowane niż historycznie, a przez co nie widać efektu podwyżek stóp w marży banków. Uważamy, że wraz z brakiem dalszych podwyżek stopy bazowej wojna cenowa ucichnie, a co za tym idzie, marże się ustabilizują. Co więcej uważamy, że marża odsetkowa KB ma szansę na odbicie ale dopiero w 2020 roku.

Nie będzie podatku bankowego

Istotnym zagrożeniem dla czeskiego sektora bankowego była propozycja podatku bankowego. Niemniej jednak, zamiast podatku utworzony zostanie Narodowy Fundusz Rozwoju, który nie powinien już stanowić istotnego ryzyka dla rentowności sektora. Wstępna wielkość funduszu została ustalona na 7 mld CZK, która zostanie wniesiona w 2020 roku przez 4 największe czeskie banki (CS, CSOB, KB i UniCredit), przy czym kontrybucja reszty sektora nie została wykluczona. Fundusz będzie miał na celu długoterminowe inwestycje w strategiczne, rentowne projekty, które będą akceptowane przez komitet składający się z banków oraz strony rządowej. Uczestnicy funduszu otrzymają udziały inwestycyjne, a cała inwestycja będzie ujęta w kapitałach własnych i nie będzie miała wpływu na RZiS.

(mIn CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	20 808	22 509	23 767	24 355	25 728
Wynik pozaodsetkowy	11 393	9 692	9 100	9 255	9 450
Koszty operacyjne	14 516	14 635	15 113	15 278	15 674
Zysk operacyjny*	17 685	17 566	17 754	18 332	19 504
Zysk netto**	14 930	14 848	15 022	14 571	15 205
ROE (%)	15,1	15,1	14,7	13,6	13,6
P/E (x)	10,3	10,4	10,3	10,6	10,2
P/BV (x)	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
DPS	40,0	47,0	51,0	51,0	51,0
Stopa dywidendy (%)	4,8	5,7	6,2	6,2	6,2

*zysk operacyjny przed kosztami rezerw; **zysk netto przypadający akcjonariuszom

Cena bieżąca	817,50 CZK
Cena docelowa	945,02 CZK
Kapitalizacja	183,51 mld CZK
Free float	72,30 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	193,6 mln CZK

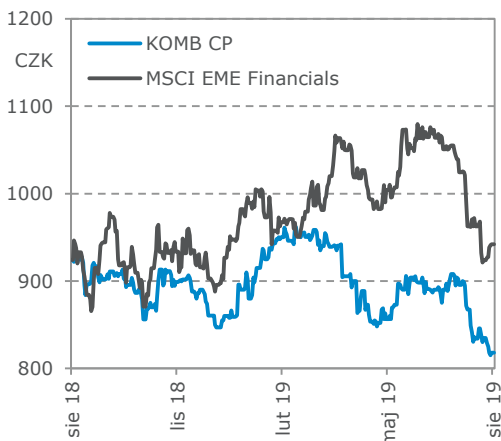
Struktura akcjonariatu

Société Générale S.A.	60,4%
Pozostali	39,6%

Profil spółki

Komercni Banka jest jednym z największych banków w Czechach. Bank prowadzi uniwersalną działalność obsługując zarówno korporacje, jak i klientów detalicznych. Portfel kredytowy banku składa się obecnie w 43% z portfela kredytów hipotecznych, w 6% z kredytów konsumenckich oraz w 51% z kredytów korporacyjnych. Bank charakteryzuje się wysokim zwrotem z kapitałów własnych na poziomie ~15%. Bank utrzymuje bardzo niski koszt ryzyka, który odzwierciedla bardzo dobre środowisko operacyjne w Czechach.

Kurs akcji KOMB na tle MSCI EME Fin



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Komercni Banka	945,02	1000,00	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Komercni Banka	817,50	945,02	+15,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P
WNDB	-4,5%	-7,5%
Zysk brutto	-0,7%	-7,3%
Zysk netto	-0,6%	-7,4%

Analitycy:

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

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

środa, 28 sierpnia 2019 | raport analityczny

Moneta Money Bank: kupuj (nowa)

MONET CP; MONET.PR | Banki, Czechy

Wysoka rentowność oraz dywidenda

Inicjujemy analizę Moneta Money Bank z rekomendacją kupuj i ceną docelową na poziomie 94,33 CZK na akcję. Moneta Money Bank jest bankiem zorientowanym na klientów detalicznych oraz małe i średnie przedsiębiorstwa (kredyty konsumenckie, hipoteczne oraz inwestycyjne stanowią 76% portfela kredytowego). Pomimo znaczącego udziału ryzykownych kredytów, Moneta wyróżnia się ponadprzeciętną jakością portfela ze wskaźnikiem NPL na poziomie 1,8%, wspieranym przez powtarzające się sprzedaże portfeli wierzytelności. Z drugiej strony, ryzykowny portfel kredytowy wspiera marżę odsetkową (3,7% do średnich aktywów) oraz rentowność całego banku na poziomie >15%. Pozwala to bankowi na wypłatę sówitej dywidendy, której stopy oczekujemy na poziomie powyżej 5% w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Moneta obecnie prezentuje znacznie większy potencjał wzrostu kursu akcji niż Komerční Banka. Z drugiej strony, z racji konstrukcji portfela, Moneta powinna być znacznie bardziej wrażliwa na spowolnienie gospodarcze, chociaż w chwili obecnej uważamy, że będzie nadal korzystała ze sprzyjającego środowiska operacyjnego.

Guidance zarządu

Moneta Money Bank oczekuje zysku netto powyżej 3,8 mld CZK w latach 2019-20 i 4,0 mld CZK w 2021, przy rosnącej bazie kosztowej (z <5,0 mld CZK do <5,2 mld CZK) i rosnącym zysku operacyjnym (z >10,3 mld CZK do 11,6 mld CZK). Bank planuje wypłacać w formie dywidendy >6,65 CZK rocznie i utrzymać ROTE powyżej 15,5%. Nasze prognozy są zgodne z guidance zarządu, chociaż oczekujemy niższego kosztu ryzyka w 2020 roku oraz wyższego w 2021 roku. Jednocześnie nasze prognozy znajdują się obecnie 2% powyżej konsensusu na 2019 rok oraz 7%-4% na lata 2020-21.

Struktura portfela wciąż ulega zmianie

Portfel detaliczny Monety ulega przemodelowaniu w kierunku kredytów hipotecznych. Jeszcze w 2012 roku kredyty hipoteczne stanowiły 26% wobec 41% na koniec 2018 roku. Chociaż z jednej strony bank poświęca marżę to z drugiej buduje relacyjność z klientami i uodparnia się na zmieniające się środowisko operacyjne. Prognozujemy, że portfel kredytów hipotecznych docelowo będzie stanowić lekko ponad połowę kredytów detalicznych.

Moneta jako cel przejęcia?

Na wskaźniku 2020 P/BV Moneta notowana jest na równi z Komerční oraz ze znaczącą premią do sektora CEE. Naszym zdaniem premia jest uzasadniona przez wysoką rentowność banku (>15%) oraz ponadprzeciętny DYield (>6%). Z drugiej strony, wysokomarżowy profil banku powoduje jego znaczącą wrażliwość na środowisko operacyjne co może mieć negatywne skutki w okresie spowolnienia. Finalnie, bank operuje na dość skoncentrowanym rynku (kontrolowany przez Erste, KBC i SocGen) co może spowodować chęć znalezienia partnera strategicznego. Uważamy, że Moneta może zostać celem przejęcia, a jednym z naturalnych kandydatów jest PKO BP, które szuka przejęć w krajach ościennych, zaś kapitał nadwyżkowy pozwoliłby na sfinalizowanie transakcji bez potrzeby emisji akcji.

(mIn CZK)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	7 364	7 409	7 965	8 675	9 358
Wynik pozaodsetkowy	2 971	2 753	2 550	2 659	2 755
Koszty operacyjne	-4 763	-4 580	-4 662	-4 643	-4 813
Zysk operacyjny*	5 388	5 310	5 364	6 185	6 780
Zysk netto**	3 923	4 200	3 808	4 098	4 139
ROE (%)	14,8	16,5	15,0	15,8	15,5
P/E (x)	9,9	9,2	10,2	9,5	9,4
P/BV (x)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
DPS	9,8	8,0	6,2	5,6	6,0
Stopa dywidendy (%)	13,0	10,6	8,1	7,4	8,0

*zysk operacyjny przed kosztami rezerw; **zysk netto przypadający akcjonariuszom

Cena bieżąca	76,35 CZK
Cena docelowa	94,33 CZK
Kapitalizacja	38,96 mld CZK
Free float	38,96 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	129,3 mln CZK

Struktura akcjonariatu

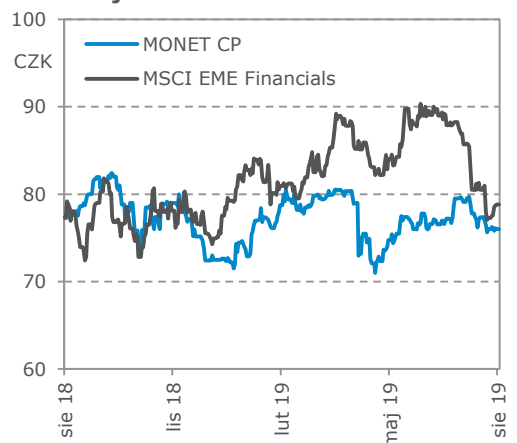
Chase Nominees Limited	13,97%
J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.	5,84%

Pozostali 80,19%

Profil spółki

Moneta Money Bank jest uniwersalnym bankiem skupiającym się na obsłudze klientów indywidualnych, drobnych przedsiębiorców oraz SME. Portfel banku składa się w 56% z kredytów detalicznych, a w 44% z kredytów dla przedsiębiorstw. Cechą charakterystyczną Moneta Money Banku jest wysoki stopień digitalizacji oraz innowacji. W ostatnich latach osiągał zwrot z kapitałów na poziomie 14-16%.

Kurs akcji MONET na tle MSCI EME Fin



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Moneta Money B	94,33	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Moneta Money B	76,35	94,33	+23,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P
WNDB	-	-
Zysk brutto	-	-
Zysk netto	-	-

Analitycy:

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

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

środa, 28 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

Erste Group: kupuj (podtrzymana)

EBS AV; ERST.VI | Banki, Austria

Konsensus reaguje z opóźnieniem na wyniki

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Erste Group. Erste od dwóch lat pozytywnie zaskakuje kwartalnymi wynikami, a skala „przebiecia” jest zwykle dwucyfrowa. Erste tak jak inne banki regionalne jest beneficjentem sytuacji makroekonomicznej co z kolei przekłada się na bardzo niski koszt ryzyka. Ze względu na stopniową normalizację kosztu ryzyka uważamy, że dynamika wyników w kolejnych latach kształtować się będzie na średnim jednocyfrowym poziomie. Jednocześnie, Erste ustawicznie mierzy się z negatywnymi wiadomościami płynącymi z całego regionu takimi jak domniemany podatek bankowy w Czechach, podatek bankowy w Rumunii, który finalnie jest znacząco niższy niż pierwotnie zakładany czy obecnie z groźbą cięcia stóp procentowych w strefie Euro (zakładamy 34 p.b. presji na marżę w Austrii). To wszystko sprawiło, że kurs akcji przez ostatnie 12 miesięcy cofnął się o 15% wobec wzrostu indeksu MSCI EME Financials na poziomie +2%. Uważamy, że taka sytuacja stwarza okazję inwestycyjną. Z jednej strony przez ostatnie 3 miesiące konsensus wyników na 2019 i 2020 rok zaczął ponownie rosnąć, zaś z drugiej wycena banku jest na najniższym poziomie od 3 lat (12M forward P/E 8,6x wobec 3-letniej średniej 10,6x).

Konsensus reaguje z opóźnieniem

Od dwóch lat Erste pokazuje kwartalne wyniki lepsze od oczekiwań, ale konsensus roczny reaguje ze znacznym opóźnieniem. Dla przykładu konsensus na 2018 rok od 01/2018 do ostatniego raportu kwartalnego wzrósł o 23%. Konsensus na rok obecny od początku roku wzrósł dopiero o 1% ale rewizje przyspieszają. Oczekujemy, że wyniki za 1H'19 spowodują podwyżkę konsensusu o kolejne 3% na 2019 rok oraz o 5%-8% na lata 2020/21.

Guidance jak zwykle konserwatywny

Zarząd Erste jest konserwatywny w swoich prognozach na co wskazują wyniki z ostatnich dwóch lat: 2018 ROTE na poziomie 15,2% (zarząd zakładał >10%) i 2017 ROTE na poziomie 11,5% (zarząd zakładał >10%). W 2019 zarząd zakłada ROTE na poziomie >11%, co naszym zdaniem znowu jest zbyt konserwatywne. Na konserwatywne podejście wskazuje także kara, którą Erste miało zapłacić w Rumunii na poziomie 230 mln EUR (finalnie niższa o 80 mln EUR), jednocześnie utrzymując prognozę roczną. Nasza prognoza zakłada 2019 ROTE na poziomie >12%.

SOTP powinno premiować Erste

Około 66% wyniku Erste Group pochodzi z Czech, Słowacji i Węgier, zaś „jedynie” około 25% z Austrii. Niemniej jednak, na wskaźniku P/BV Erste Group jest notowany z głębokim dyskontem do czeskich banków czy do OTP, które w swojej strukturze ma też nisko wyceniane banki w Rosji czy na Ukrainie. Uważamy, że obecna wycena rynkowa wycenia Czechy, Węgry, Rumunię i Słowację oraz przypisuje zerową wartość pozostałym segmentom. Uważamy, że ROE powyżej 11%, wskaźnik dywidendy powyżej 4% zasługują na wyższą wycenę niż obecne 0,9x P/BV.

(mln EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 353	4 582	4 741	4 925	5 197
Wynik pozaodsetkowy	2 122	2 144	2 267	2 343	2 410
Koszty operacyjne	-4 158	-4 181	-4 338	-4 450	-4 550
Zysk operacyjny*	2 210	2 436	2 368	2 657	2 897
Zysk netto**	1 316	1 793	1 534	1 667	1 773
ROE (%)	10,0	12,7	10,5	11,0	11,3
P/E (x)	9,9	7,2	8,5	7,8	7,3
P/BV (x)	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
DPS	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6
Stopa dywidendy (%)	3,3	4,0	4,3	5,0	5,4

*zysk operacyjny przed kosztami rezerw; **zysk netto przypadający akcjonariuszom

Cena bieżąca	30,21 EUR
Cena docelowa	40,38 EUR
Kapitalizacja	13,05 mld EUR
Free float	9,09 mld EUR
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	45,8 mln EUR

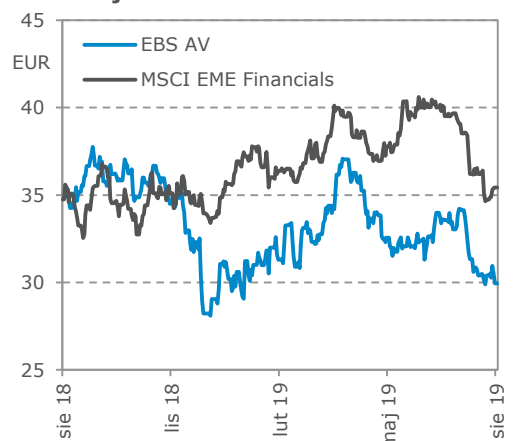
Struktura akcjonariatu

Inwestorzy strategiczni	20,4%
Caixa Bank	9,9%
Pozostali	69,7%

Profil spółki

Erste Group jest bankiem regionalnym oferującym uniwersalne usługi w zakresie bankowości detalicznej, korporacyjnej i inwestycyjnej. Bank poprzez swoje oddziały operuje w takich krajach jak Austria, Czech i Słowacja, Rumunia czy Węgry. W 2013 roku bank sprzedał swoje operacje na Ukrainie.

Kurs akcji EBS na tle MSCI EME Fin



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Erste Group	40,38	43,72	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Erste Group	30,21	40,38	+33,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P
WNDB	-1,2%	-2,4%
Zysk brutto	-2,9%	-5,5%
Zysk netto	2,3%	3,7%

Analitycy:

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

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

środa, 28 sierpnia 2019 | raport analityczny

Raiffeisen Bank International: akumuluj (nowa)

RBI AV; RBIV.VI | Banki, Austria

Ambitna strategia i problematyczna Polska

Powracamy do analizy Raiffeisen Bank International (RBI) z rekomendacją akumuluj oraz ceną docelową na poziomie 23,05 EUR na akcję. Raiffeisen Bank International jest austriackim bankiem regionalnym, obecnym w całej Europie Wschodzącej, z bankami w ponad 15 krajach. Najważniejszym bankiem w regionie jest oddział w Rosji, który kontrybuuje 44% wyniku netto, ale stanowi zaledwie 12% aktywów grupy. Z drugiej strony, znaczący udział segmentu EE (Rosja, Ukraina, Białoruś) w wynikach grupy ma swoje odzwierciedlenie w niskiej wycenie sumą części (SOTP), gdyż historycznie banki rosyjskie wyceniane były z głębokim dyskontem (50%) do banków w CE. Wyceniamy RBI na 2020 fair P/E 6,6x i P/BV 0,6x, czyli z dyskontem do spółek porównywalnych. Uważamy, że taka wycena jest uzasadniona ze względu na zdecydowanie najniższą rentowność pośród regionalnych banków i całego sektora CEE. Pomimo relatywnie niskiej wyceny widzimy prawie 13% potencjał dla wzrostu ceny akcji, zaś realizacja ambitnej strategii przez zarząd może dodatkowo jeszcze ten potencjał zwiększyć.

Uważamy, że strategia jest ambitna

Strategia RBI obejmuje średnioterminowy zwrot z kapitałów własnych na poziomie 11%, wzrost kredytów w średnim jednocyfrowym tempie, koszt ryzyka poniżej 45 p.b. w 2019 roku oraz C/I na poziomie około 55% w 2021 roku. Zarząd planuje także wypłatę dywidendy pomiędzy 20% a 50% zysku netto przy zachowaniu CET1 na poziomie >13%. Zarówno my jak i konsensus jesteśmy bardziej sceptyczni niż zarząd. W najbliższych trzech latach oczekujemy ROE na poziomie około 9%, C/I na poziomie 59% ale i kosztu ryzyka poniżej 40 p.b. w 2021. Konsensus obecnie oczekuje ROE na lata 2020/21 pomiędzy 9,6% a 9,0%. Uważamy, że nasza prognoza jest konserwatywna w obszarze kosztów oraz kosztu ryzyka, który może ulec szybszej normalizacji niż zakładamy. Nasze prognozy są 4%-2% poniżej konsensusu na lata 2019/20 oraz 2% powyżej na 2021. Z drugiej strony, zrealizowanie strategii przez Zarząd spowoduje falę podwyżek prognoz i wycen.

Polska pozostaje zagrożeniem

Raiffeisen Bank International sprzedał polski oddział (Raiffeisen Polbank) do BNP Paribas w 2018 roku. Niemniej jednak, część aktywów pozostała w posiadaniu RBI włączając w to kredyty hipoteczne denominowane w CHF oraz część kredytów korporacyjnych. Obecnie, biznes w Polsce generuje straty na poziomie 3 mln EUR, co spowodowane jest wysokimi kosztami (włączając w to pozostałe koszty i podatek bankowy). Niemniej jednak prawdziwe zagrożenie dla RBI stanowić może portfel CHF, który szacujemy na około 8 mld PLN. Uważamy, że nadchodzące orzecznictwo TSUE w sprawie kredytów CHF w skrajnym wypadku może zakończyć się pozwami zbiorowymi, przewalutowaniem kredytów CHF po kursie udzielenia, a co za tym idzie znaczącymi odpisami. W czarnym scenariuszu, który zakłada także pozwy od klientów, którzy już spłacili kredyty oraz zaksięgowanie straty jednorazowo odpis przypadający RBI wyniosłby 5 mld EUR, czyli około 1,15 mld EUR, pochłaniając wynik netto z całego roku.

(mIn EUR)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 225	3 362	3 420	3 722	3 943
Wynik pozaodsetkowy	1 774	1 848	1 411	1 463	1 521
Koszty operacyjne	-2 994	-3 237	-3 067	-3 173	-3 239
Zysk operacyjny*	2 004	1 973	1 765	2 012	2 225
Zysk netto**	1 116	1 270	1 087	1 147	1 254
ROE (%)	11,4	11,4	9,0	8,9	9,2
P/E (x)	5,1	4,8	6,2	5,9	5,4
P/BV (x)	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
DPS	0,0	0,8	1,2	1,0	1,0
Stopa dywidendy (%)	0,0	3,9	5,7	4,8	5,1

*zysk operacyjny przed kosztami rezerw; **zysk netto przypadający akcjonariuszom

Cena bieżąca	20,49 EUR
Cena docelowa	23,05 EUR
Kapitalizacja	6,76 mld EUR
Free float	2,78 mld EUR
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	19,8 mln EUR

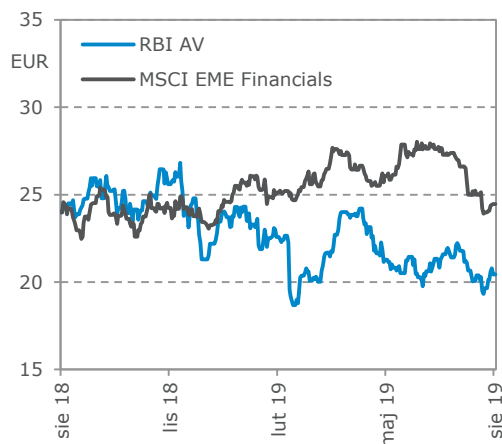
Struktura akcjonariatu

Regional Raiffeisen banks	58,8%
Pozostali akcjonariusze	41,2%

Profil spółki

Raiffeisen Bank International jest jednym z wiodących banków zarówno w regionie, jak i na rynku lokalnym. Oprócz tradycyjnej bankowości Raiffeisen świadczy usługi w obszarze leasingu, zarządzania aktywami oraz M&A. Kredyty detaliczne stanowią 37% portfela, zaś kredyty dla przedsiębiorstw 51%. W 2018 roku Raiffeisen wyszedł z rynku polskiego, zachowując portfel mieszkaniowych kredytów CHF.

Kurs akcji RBI na tle MSCI EME Fin



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
RBI	23,05	-	akumuluj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
RBI	20,49	23,05	+12,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P
WNDB	-	-
Zysk brutto	-	-
Zysk netto	-	-

Analitycy:

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

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

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

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

PRZEWAGA (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

NIEDOWAGA (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:

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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich dla spółek: Erste Group, OTP Bank, Raiffeisen Bank International.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od spółek: Erste Group, OTP Bank, Raiffeisen Bank International.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 28 sierpnia 2019 o godzinie 08:43.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 sierpnia 2019 o godzinie 08:43.

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

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, 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_rynek/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.

Rekomendacje dotyczące spółki OTP Bank wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-04-02	2018-12-05
cena docelowa (HUF)	13046,00	13046,00	13046,00	13046,00
kurs z dnia rekomendacji	12 080,00	11 790,00	12 600,00	11 810,00

Rekomendacje dotyczące spółki Komerční Banka wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2019-08-02	2019-05-09	2018-12-05
cena docelowa (CZK)	1000,00	1000,00	1000,00
kurs z dnia rekomendacji	872,00	873,00	906,50

Rekomendacje dotyczące spółki Erste Group wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-02-04	2018-12-05	2018-08-02
cena docelowa (EUR)	43,72	46,18	43,00
kurs z dnia rekomendacji	31,00	34,41	37,14

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Raiffeisen Bank International.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Moneta Money Bank.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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