

czwartek, 19 marca 2020 | komentarz specjalny

CCC – Zawieszenie rekomendacji inwestycyjnej

Rekomendacja: zawieszona | cena bieżąca: 25,32 PLN

CCC PW; CCCP.WA | Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 438 24 08

Postępująca pandemia COVID-19 w Europie, środki zaradcze wprowadzane przez kolejne państwa w postaci zamknięcia galerii handlowych oraz zalecenia dla obywateli do pozostawania w domach, całkowicie zmieniają warunki funkcjonowania spółek handlowych. Zgodnie z opublikowanymi informacjami, na istotne ograniczenie działalności galerii handlowych zdecydowały się Polska, Czechy, Włochy, Belgia, Portugalia, Słowacja i Rumunia (w obu krajach ograniczenie godzin otwarć sklepów). Takie otoczenie jest szczególnie groźne dla CCC ze względu na wysoki poziom zadłużenia. W naszych dotychczasowych prognozach (publikowanych przed wybuchem epidemii w Europie) zakładaliśmy, że Spółce uda się wyprowadzić bilans na prostą i przywrócić pozytywne trendy na rentowności, dzięki poprawie efektywności sprzedaży, wykorzystaniu rozwiązań IT i zwiększeniu sprzedaży w pierwszej cenie, ale niestety ten scenariusz już się zdezaktualizował. Obecnie nie jesteśmy jednak w stanie przedstawić nowej wiarygodnej prognozy rachunku wyników i bilansu CCC (rozumianej jako nowy bazowy scenariusz), ze względu na pojawienie się zbyt dużej ilości trudnych do oszacowania zmiennych (nieznany jest czas trwania kwarantanny, sposób zachowania konsumentów oraz potencjalne wystąpienie wąskich gardeł w logistyce, potencjalna skala oszczędności kosztowych i skala pomocy od Państwa Niemniej jednak nasze wstępne wariantowe kalkulacje uwzględniające komentarz zarządu dotyczący sprzedaży w pierwszych dwóch miesiącach 1Q'20, awersję konsumentów do odwiedzania centrów handlowych w marcu oraz zamknięcia sklepów od połowy marca, wskazują że w krótkim terminie może się zmaterializować ryzyko złamania kowenantów kredytowych. Wczoraj spółka poinformowała o rozpoczęciu przygotowań do planowanej emisji akcji od 20% do 33% ogólnej liczby akcji po cenie minimalnej 30 PLN, co ma pozwolić na pozyskanie 400-500 mln PLN. Wobec tak dużej niepewności sformułowanie rzetelnego zalecenia inwestycyjnego jest obecnie niemożliwe i dlatego zdecydowaliśmy o zawieszeniu rekomendacji dla Spółki. Dołożymy wszelkich starań, aby jak najszybciej wznowić wydawanie rekomendacji dla CCC, a tymczasem w niniejszym komentarzu przedstawiamy kilka wariantów rozwoju sytuacji w sektorze wraz z implikacjami dla wyników finansowych Spółki.

Dotychczasowe prognozy z ostatniego raportu

W naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy, że spółce uda się stopniowo zmniejszać poziom zadłużenia w kolejnych kwartałach. Nasz scenariusz bazowy zakładał przejściowe zwiększenie wskaźnika dług netto/EBITDA z 3x na koniec 2019 roku do 3,3x na koniec 1Q'20 (sezonowy wzrost zadłużenia ze względu na zatowarowanie kolekcją wiosną) oraz niski wynik w wyprzedzającym kwartale), a następnie stopniowe obniżanie wskaźnika w kolejnych kwartałach ze względu na poprawę wyniku r/r, ograniczenie capex i poprawę cyklu konwersji gotówki. Te założenia niestety już się zdezaktualizowały. Poniżej przypominamy kluczowe parametry operacyjne i finansowe z tej rekomendacji. Oczekiwaliśmy płaskiego wyniku EBITDA r/r w 1Q'20 oraz poprawy rezultatów od 2Q'20 wspieranej przez

lepsze zatowarowanie, poprawę kolekcji, lepsze planowanie sprzedaży, utrzymanie dyscypliny kosztowej oraz efekt niskiej bazy. Wraz z poprawą wyników, dalszą poprawą cyklu konwersji gotówki oraz zmniejszenia nakładów inwestycyjnych oczekiwaliśmy zmniejszenia wskaźnika dług netto do EBITDA do poziomu 2,9x na koniec 2Q'20 oraz 2,0 na koniec 2020 roku.

Prognozy finansowe z ostatniego raportu

(mln PLN)	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	2020
Sprzedaż	1 196	1 946	1 671	2 121	6 933
Segment stacjonarny	806	1 474	1 189	1 502	4 971
E-commerce	390	471	482	619	1 963
zmiana r/r					
Sprzedaż	15,2%	18,5%	15,4%	23,6%	18,6%
Segment stacjonarny	7,5%	14,1%	9,0%	19,9%	13,3%
E-commerce	35,0%	35,0%	35,0%	33,7%	34,6%
EBITDA	-104,7	263,7	95,8	272,1	526,9
Segment stacjonarny	-165	221	47	218	347
E-commerce	38	42	44	56	180
zmiana r/r					
EBITDA	-	43,3%	77,4%	69,1%	80,9%
Segment stacjonarny	-	30,7%	17,9x	78,8%	92,6%
E-commerce	27%	318%	34%	47%	62%
Dług brutto	1 549,2	1 349,2	1 249,2	1 049,2	1 049,2
DN/EBITDA	3,3	2,9	2,9	2,0	2,0

Źródło: CCC, mBank

Pierwsze skutki rozwoju epidemii

Postępująca pandemia COVID-19 przełożyła się na:

- Awersję konsumentów do robienia zakupów (początkowo spadek odpowiedzialności sklepów)
- Decyzję rządów krajów o ograniczeniu działalności galerii handlowych i zamknięcie m.in. sklepów odzieżowych i obuwniczych. (spadek sprzedaży do zera w segmencie stacjonarnym).
- Zalecenie rządów do pozostania w domach przez obywateli (spadek odpowiedzialności sklepów znajdujących się poza galeriami handlowymi).
- Firmy odzieżowe i obuwnicze ponoszą większość kosztów stałych związanych z prowadzeniem sklepów (mogą być prowadzone negocjacje w sprawie płacenia czynszów w okresie zamknięcia sklepów).
- Ograniczenie zakupów w kanale tradycyjnym może wspierać zakupy w kanale internetowym.
- Wprowadzenie pomocy dla przedsiębiorstw przez rząd zakładającej między innymi: dopłaty do wynagrodzenia (państwo pokryje do 40% pensji do wysokości wynagrodzenia średniego), odroczenie płatności do ZUS, wakacje kredytowe.

Możliwe scenariusze

Poniżej przedstawiamy kilka potencjalnych wariantów rozwoju sytuacji w tym roku, bez przesądzania który jest w tej chwili najbardziej prawdopodobny, gdyż wciąż dysponujemy zbyt ograniczonymi informacjami dotyczącymi kluczowych kwestii wpływających na wyniki Spółki.

Prognozy dla każdego z wariantów opierają się o taką samą prognozę dla 1Q'20. Przypominamy, że marzec jest sezonowo najważniejszym miesiącem pod względem generowania wyniku w 1Q. Jeżeli przyjmujemy, że galerie w Polsce będą zamknięte od 14 marca, odwiedzalność sklepów na innych rynkach spółki spadnie o 30% r/r w marcu, a kanał e-commerce poprawi sprzedaż o 45% w 1Q'20 (+47% r/r w okresie styczeń-luty 2020 oraz +42% r/r w marcu), to sprzedaż spółki powinna się być płasko r/r w 1Q'20 (+116 mln PLN r/r w kanale internetowym oraz -116 mln PLN r/r w kanale stacjonarnym), a wynik EBITDA (bez MSSF 16) powinien wynieść -175 mln PLN w 1Q'20 (zakładaliśmy płaski wynik r/r w rekomendacji z 21 lutego 2020) vs. -108 mln PLN w 1Q'19. Oznaczałoby to wzrost wskaźnika długu netto do EBITDA do 5,3x na koniec 1Q'20.

Jeśli chodzi o kolejny kwartał, kluczowy dla badania kowenantów bankowych, to wskazujemy że trudno jest wyznaczyć wiarygodne prognozy, ponieważ wynik spółki będzie zależał od wielu zmiennych wśród których można wymienić: (1) czas obowiązywania ograniczenia działania galerii handlowych, (2) zachowanie konsumentów po otwarciu sklepów, (3) skala oszczędności kosztowych (potencjalnie niższe koszty najmu, optymalizacja kosztów wynagrodzeń oraz niższe koszty logistyki ze względu na brak dostaw) oraz (4) skala pomocy otrzymanej od Państwa. Poniżej prezentujemy trzy warianty rozwoju wyników w spółce: wariant 1 (pesymistyczny), wariant 2 (bazowy), wariant 3 (optymistyczny). We wszystkich wariantach analizujemy wskaźnik dług netto do EBITDA w dwóch wariantach emisji (400 mln PLN i 500 mln PLN).

Wariant 1 (pesymistyczny)

Główne założenia dla 2Q'20:

- Zamknięcie sklepów przez dwa miesiące w 2Q'20 (spadek sprzedaży/mkw. o 65% r/r w segmencie stacjonarnym).
- Wzrost sprzedaży w kanale e-commerce o 30% r/r w 2Q'20
- Spadek marży brutto na sprzedaży w segmencie stacjonarnym o 2,5% r/r w 2Q'20.
- Spadek kosztów SG&A/mkw. o 18% r/r w segmencie stacjonarnym (częściowa kompensata czynszów w okresie obejmującym zamknięcia sklepów).

Założenia dla 2H'20:

- Płaska r/r sprzedaż/mkw. w segmencie stacjonarnym.
- Spadek marży brutto na sprzedaży o 2p.p. r/r w segmencie stacjonarnym (negatywny wpływ umocnienia się USD).
- Wzrost kosztów SG&A/mkw. o 1% r/r.
- Wzrost sprzedaży w kanale internetowym o 20% r/r.

Szacunki wyników dla wariantu 1

(mln PLN)	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	2020
Sprzedaż	1 044	955	1 610	1 899	5 508
Segment stacjonarny	640	501	1 182	1 343	3 666
E-commerce	405	454	428	556	1 843
zmiana r/r					
Sprzedaż	0,5%	-41,8%	11,2%	10,6%	1,3%
Segment stacjonarny	-14,7%	-61,2%	8,3%	7,1%	-7,0%
E-commerce	40,0%	30,0%	20,0%	20,0%	26,4%
EBITDA*	-175,3	-171,2	46,2	205,3	-95,0
Segment stacjonarny	-240	-220	1	161	-258
E-commerce	38	40	39	46	163
zmiana r/r					
EBITDA*	-	-	-14,4%	8,1%	-
Segment stacjonarny	-	-	-45,7%	7,0%	-
E-commerce	27%	302%	19%	20%	47%
Dług brutto	1 513,4	1 463,4	1 413,4	1 413,4	1 413,4
DN/EBITDA (400 mln)**	5,3	-	-	-	-
DN/EBITDA (500 mln)**	5,3	-	-	-	-

Źródło: mBank; *bez MSSF 16; **przy założeniu odpowiednio 400/500 mln PLN środków pozyskanych z emisji.

Wariant 2

Główne założenia dla 2Q'20:

- Zamknięcie sklepów do połowy maja (spadek sprzedaży/mkw. o 52% r/r w segmencie stacjonarnym).
- Wzrost sprzedaży w kanale e-commerce o 40% r/r w 2Q'20
- Spadek marży brutto na sprzedaży w segmencie stacjonarnym o 1% r/r w 2Q'20.
- Spadek kosztów SG&A/mkw. o 20% r/r w segmencie stacjonarnym (kompensata czynszów w okresie obejmującym zamknięcia sklepów oraz oszczędności na kosztach wynagrodzeń i kosztach logistyki).

Założenia dla 2H'20:

- Wzrost sprzedaży/mkw. o 5% r/r w segmencie stacjonarnym.
- Spadek marży brutto na sprzedaży o 1p.p. r/r w segmencie stacjonarnym (negatywny wpływ umocnienia się USD częściowo skompensowany przez wyższą sprzedaż w pierwszych cenach).
- Spadek kosztów SG&A/mkw. o 3% r/r (utrzymanie dyscypliny kosztowej).
- Wzrost sprzedaży w kanale internetowym o 45% r/r.

Szacunki wyników dla wariantu 2

(mln PLN)	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	2020
Sprzedaż	1 044	1 176	1 758	2 082	6 161
Segment stacjonarny	640	687	1 241	1 410	4 079
E-commerce	405	489	518	671	2 083
zmiana r/r					
Sprzedaż	0,5%	-28,3%	21,5%	21,3%	5,4%
Segment stacjonarny	-14,7%	-46,8%	13,8%	12,5%	-9,3%
E-commerce	40,0%	40,0%	45,0%	45,0%	42,8%
EBITDA*	-175,3	-23,0	84,9	254,5	141,2
Segment stacjonarny	-240	-75	32	201	-43
E-commerce	38	43	47	55	184
zmiana r/r					
EBITDA*	-	-	57,2%	34,0%	-55,9%
Segment stacjonarny	-	-	11,9x	33,3%	-120,4%
E-commerce	27%	333%	43%	45%	66%
Dług brutto	1 513,4	1 463,4	1 413,4	1 413,4	1 413,4
DN/EBITDA (400 mln)**	5,3	16,4	11,0	5,2	5,2
DN/EBITDA (500 mln)**	5,3	14,2	9,7	4,5	4,5

Źródło: mBank; *bez MSSF 16; **przy założeniu odpowiednio 400/500 mln PLN środków pozyskanych z emisji.

Wariant 3 (optymistyczny):

Główne założenia dla 2Q'20:

- Zamknięcie sklepów do połowy kwietnia (spadek sprzedaży/mkw. o 26% r/r w segmencie stacjonarnym).
- Wzrost sprzedaży w kanale e-commerce o 60% r/r w 2Q'20.
- Spadek marży brutto na sprzedaży w segmencie stacjonarnym o 1% r/r w 2Q'20.
- Spadek kosztów SG&A/mkw. o 10% r/r w segmencie stacjonarnym (kompensata czynszów w okresie obejmującym zamknięcia sklepów oraz oszczędności na kosztach wynagrodzeń i kosztach logistyki).

Założenia dla 2H'20:

- Wzrost sprzedaży/mkw. o 9% r/r w segmencie stacjonarnym.
- Płaska marża brutto na sprzedaży r/r w segmencie stacjonarnym (negatywny wpływ umocnienia się USD skompensowany przez wyższą sprzedaż w pierwszych cenach).
- Spadek kosztów SG&A/mkw. o 4% r/r (utrzymanie dyscypliny kosztowej).
- Wzrost sprzedaży w kanale internetowym o 50% r/r.

Szacunki wyników dla wariantu 3

(mln PLN)	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	2020
Sprzedaż	1 044	1 619	1 823	2 159	6 645
Segment stacjonarny	640	1 060	1 288	1 464	4 452
E-commerce	405	559	536	695	2 193
zmiana r/r					
Sprzedaż	0,5%	-1,4%	26,0%	25,7%	13,7%
Segment stacjonarny	-14,7%	-18,0%	18,1%	16,8%	1,5%
E-commerce	40,0%	60,0%	50,0%	50,0%	50,4%
EBITDA*	-175,3	94,8	119,8	297,7	337,0
Segment stacjonarny	-240	36	65	242	143
E-commerce	38	50	49	57	194
zmiana r/r					
EBITDA*	-	-48,5%	121,8%	56,7%	5,2%
Segment stacjonarny	-	-78,5%	25,4x	60,7%	-31,4%
E-commerce	27%	395%	48%	50%	74%
Dług brutto	1 513,4	1 463,4	1 413,4	1 413,4	1 413,4
DN/EBITDA (400 mln)**	5,3	4,0	3,1	1,8	1,8
DN/EBITDA (500 mln)**	5,3	3,4	2,7	1,5	1,5

Źródło: mBank; *bez MSSF 16; **przy założeniu odpowiednio 400/500 mln PLN środków pozyskanych z emisji.

Analiza wrażliwości dynamiki sprzedaży r/r w 2Q'20

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości dynamiki sprzedaży w 2Q'20 r/r w zależności od zakładanej zmiany sprzedaży/mkw. r/r oraz wzrostu sprzedaży w kanale e-commerce r/r. Zgodnie z naszymi wyliczeniami bazującymi na miesięcznych danych sprzedażowych za 2019 roku, poziomy spadek sprzedaży/mkw. r/r w segmencie stacjonarnym o 26%/42%/52%/65% odpowiadają odpowiednio założeniu zamknięcia sklepów o 0,5/1/1,5/2 miesiące w 2Q'20.

Analiza wrażliwości dynamiki sprzedaży w 2Q'20 r/r w zależności od dynamiki sprzedaży/mkw. w segmencie stacjonarnym oraz dynamiki sprzedaży w e-commerce r/r

Dynamika sprzedaży r/r e-commerce	Sprzedaż/mkw. w segmencie stacjonarnym*									
	-	-26%	-31%	-36%	-42%	-45%	-49%	-52%	-56%	-61%
-30%	-21%	-25%	-30%	-34%	-37%	-40%	-43%	-47%	-51%	-55%
-20%	-18%	-23%	-27%	-32%	-35%	-38%	-41%	-45%	-49%	-52%
-10%	-16%	-21%	-25%	-30%	-33%	-36%	-39%	-43%	-47%	-50%
0%	-14%	-19%	-23%	-28%	-31%	-34%	-37%	-41%	-44%	-48%
10%	-12%	-17%	-21%	-26%	-29%	-32%	-35%	-39%	-42%	-46%
20%	-10%	-14%	-19%	-23%	-26%	-30%	-33%	-36%	-40%	-44%
30%	-8%	-12%	-17%	-21%	-24%	-27%	-30%	-34%	-38%	-42%
40%	-6%	-10%	-15%	-19%	-22%	-25%	-28%	-32%	-36%	-40%
50%	-4%	-8%	-13%	-17%	-20%	-23%	-26%	-30%	-34%	-38%
60%	-1%	-6%	-10%	-15%	-18%	-21%	-24%	-28%	-32%	-35%

Źródło: mBank; *przedstawione są 4 scenariusze: 1) sklepy zamknięte 0,5 miesiąca (-26%), sklepy zamknięte 1 miesiąc (-42%) sklepy zamknięte 1,5 miesiąca (-52%), sklepy zamknięte 2 miesiące (-65%)

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 księgową
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 księgową) – 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

PRZWAŻENIE (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 Biura 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 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_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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. 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.

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

Investowanie 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 *Z przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BOZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energooparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Hello SA, I2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Manąga, MCI Capital, Menica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponoo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Varwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zmianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Hello SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA1 Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primetech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura 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 Biura 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_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 Biurze 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 Biura 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 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.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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, gaming

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
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

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

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

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