czwartek, 9 lipca 2020 | komentarz specjalny

Banki – Czas na PEKAliOr?

Pekao (PEO PW) | rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 68,90 PLN | cena bieżąca: 54,68 PLN

Alior Bank (ALR PW) | rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 14,98 PLN | cena bieżąca: 16,75 PLN

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

W niniejszym komentarzu specjalnym pokusiliśmy się o analizę hipotetycznego przejęcia Alior Banku przez Pekao. Uważamy, że potencjalne wezwanie na akcje Aliora jest prawdopodobne, o czym już pisaliśmy w naszym raporcie na PZU (28.04.2020). Od tego czasu Zarząd PZU przyznał, że należącą do nich grupę bankową czekają zmiany, przy czym ubezpieczyciel nie zamierza sprzedawać żadnego z podmiotów. Ewentualna fuzja wpisuje się także w oczekiwania Ministra Aktywów Państwowych Jacka Sasina, który chciałby konsolidacji firm z tych samych lub podobnych obszarów działania, tworzenia „czempionów", dużych firm, które mogłyby konkurować na rynku nie tylko polskim, ale i europejskim. Z przeprowadzonej analizy wynika, że ewentualne połączenie banków stworzyłoby nowego lidera pod względem sumy bilansowej, z niskim udziałem kredytów CHF, z powrotem przywróciłoby Pekao na tron bankowości korporacyjnej i przełożyłoby się na wysoki wzrost EPS, szczególnie ważny w czasach „rekonwalescencji po pandemicznej". Wisienką na torcie jest obecna wycena Alior Banku, która pozwoliłaby wykazać sowity badwill z transakcji, który pokryłby znaczące koszty integracji (tak jak np. w ostatniej transakcji Monety z Wustenrot). Ironicznie pod skrzydła Pekao wróciłby już włączony w struktury Alior Banku Bank BPH, który został wydzielony w przeszłości przy okazji fuzji Pekao-BPH. Podsumowując uważamy, że ewentualna transakcja byłaby korzystna dla akcjonariuszy Pekao (znaczący wzrost EPS) oraz Aliora (premia przy wezwaniu), a największą zagadką pozostaje ewentualna transakcja pomiędzy PZU a Pekao (PZU posiada 31,91% Aliora), tak aby uniknąć znaczących odpisów wartości Aliora przez ubezpieczyciela. Jednocześnie abstrahując od ewentualnego przejęcia Aliora uważamy, że obecna wycena Pekao jest nadal na atrakcyjnym poziomie i zalecamy kupno walorów.

Struktura transakcji jest największą zagadką

Uważamy, że struktura transakcji może być skomplikowana ze względu na udział PZU w Alior Banku i jego wewnętrzną wycenę. **W naszym najbardziej prawdopodobnym scenariuszu oczekujemy przeprowadzenia wezwania na akcje Alioru przez Pekao do 66% oraz brak odpowiedzi ze strony PZU. W tym scenariuszu zakładamy 23% premię w wezwaniu**, która niedawno została zaproponowana przez inną spółkę Skarbu Państwa, PKN Orlen w wezwaniu na akcje Energii. **Całkowity koszt wezwania na poziomie około 1,76 mld PLN zostałby prawie w całości pokryty przez zysk niepodzielony** Pekao za 2019 rok. **Całość kapitałów nadwyżkowych Pekao wynosi obecnie około 9 mld PLN (7 mld PLN T1),** co pozwala Pekao przeprowadzić wezwanie nawet na 100% bez potrzeby przeprowadzenia emisji. Co więcej, wyżej wymienione kapitały nadwyżkowe zawierają jedynie 20% zysku netto z 2019 roku, co oznacza, że po wezwaniu ich, nadwyżka nie zostałaby znacząco uszczuplona. Dalsza część transakcji budzi największe wątpliwości ponieważ wymusza taką konstrukcję, żeby PZU nie było zmuszone do wyceny rynkowej swojego udziału w Alior Banku. Uważamy, że możliwa jest wymiana akcji (share swap) lub stworzenie specjalnego SPV pod skrzydłami Pekao. W przypadku wymiany akcji, zwiększenie udziału PZU w Pekao prowadziłoby najprawdopodobniej do podaży akcji Pekao przez PFR (ABB), tak aby uniknąć przeprowadzenia wezwania do 66% w Pekao. **Konkludując uważamy, że Pekao stać na przejęcie Alior Banku nawet płacąc sowitą premię do obecnej ceny rynkowej.**

Wartość ewentualnej transakcji oraz wysokość badwill (mln PLN)

Premia do ceny*	10%	23%	30%	40%
cena za 100% udział	2 382	**2 663**	2 815	3 031
cena za 66% udział	1 572	**1 758**	1 858	2 001
implikowane P/BV	0,35	**0,39**	0,41	0,44
maksymalny badwill	4 491	**4 210**	4 058	3 842

Źródło: mBank, *do ceny bieżącej Alior Banku (16,75 PLN)

Badwill wisienką na torcie!

W jednym z ostatnich komunikatów ECB stwierdził, że będzie bardziej przychylnie patrzył na bankowy rynek M&A, a w tym szczególnie na wymogi kapitałowe oraz rozpoznanie tzw. badwill'u. Temat badwill w Polsce jest dobrze znany za sprawą ostatnich transakcji Santandera (przejęcie DB), czy Aliora (przejęcie BPH). Uważamy, że **rozpoznanie badwillu na przejęciu Alior Banku może być wyjątkowo wysokie**, do około 4 mld PLN (maksimum mało prawdopodobne), ze względu na bardzo niską wycenę Alior Banku. Niemniej jednak biorąc pod uwagę dysynergie na portfelu oraz ewentualne odpisy na WNiP (np. marka), rozpoznany badwill powinien być zauważalnie niższy. Ewentualny zysk z badwill mógłby posłużyć chociażby na pokrycie kosztów integracyjnych które szacujemy na prawie 1 mld PLN oraz na dodatkowe rezerwy koszyka 3 portfela Alior Banku, aby jego pokrycie rezerwami (49%), był identyczne jak w Pekao (67%), co oznaczałby jednorazowy odpis na poziomie **1,6 mld PLN.**

Koszyk 3 i jego pokrycie na koniec 1Q'20 (mln PLN)

	Koszyk 3	Odpis na koszyk 3	Pokrycie
Alior	8 994	4 397	49%
Pekao	8 302	5 571	67%

Źródło: mBank

Transakcja znacząco zwiększy EPS

Zakładając brak emisji akcji, samo połączenie Pekao oraz Alior spowodowałoby wzrost EPSu banku Pekao o 14% w 2021 roku (bazując na naszych najnowszych prognozach z czerwca 2020, które zakładają cięcie stóp oraz wysokie koszty ryzyka) **oraz o 18% w 2022 roku**. Bardzo optymistycznie zakładając, że połączony podmiot **zdoła osiągnąć** połowę średnich rynkowych **synergii kosztowych oraz przychodowych** (koszt finansowania Aliora zastępujemy kosztem Pekao) w 2021 roku **oraz 100% w 2022 roku nasz EPS banku Pekao wzrasta o 43% w 2021 roku oraz 58% w 2022 roku.** Jednocześnie przyjmujemy w założeniach „taktykę" Monety Money Bank, że koszty integracji zostaną pokryte przez rozpoznany badwill. **Zakładając nawet niższe synergie kosztowe** (579 mln PLN brutto) **wzrost EPS nadal znajduje się na imponującym poziomie 39%-53%** w latach 2021-22.

Prognozowany RZiS połączonych banków

(mln PLN)	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	7 305	7 988
Przychody pozaodsetkowe	3 792	3 954
Wynik na działalności bankowej	**11 096**	**11 942**
Koszty ogółem	5 417	5 481
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	**5 680**	**6 462**
Saldo rezerw	2 488	2 134
Zysk brutto	**3 191**	**4 328**
Podatek dochodowy	723	980
Zyski udziałowców mniejszościowych	-2	-2
Zysk Netto	**2 466**	**3 346**
Podatek bankowy	824	874
Zysk Netto	**1 642**	**2 472**
Synergie		
- niższy koszt finansowania	123	246
- Synergie kosztowe	292	584
Zysk netto po synergiach	**2 057**	**3 302**
EPS Pekao (obecna prognoza)	5,5	8,0
EPS Pekao + Alior	6,3	9,4
EPS z synergiami	7,8	12,6
Wzrost EPS Pekao + Alior	+14%	+18%
Wzrost EPS z synergiami	+43%	+58%

Źródło: mBank

Jak doszliśmy do ewentualnych kosztów integracji i synergii

Jeżeli chodzi o koszty integracji to powołujemy się na fuzje na polskim rynku z ostatnich lat. Oczywiście nasze obliczenia mają charakter szacunkowy i są obarczone dużą dozą niepewności, niemniej jednak **średni koszt integracji fuzji z ostatnich lat wynosił 1,19% aktywów przejmowanej instytucji.** Gdyby taką liczbę przyłożyć, do obecnej bazy aktywów Aliora oznaczałoby to, że **koszty integracji wyniosłyby około 911 mln PLN brutto**. Po drugiej stronie kosztów integracji stoją oczywiście **synergie kosztowe**. W tym przypadku szacujemy, że **powinny się one zamknąć w przedziale 579-721 mln PLN**, z czego górne ograniczenie jest liczone podobnie jak koszty integracji, zaś dolne ograniczenie jest liczone przy założeniu, że 40% pracowników Aliora zostanie zwolnionych, co oznaczałoby analogiczne oszczędności na kosztach wynagrodzeń i narzutach na wynagrodzenia, kosztach najmu, kosztach usług telekomunikacyjnych oraz kosztach szkoleń. W przypadku kosztów IT, marketingu i doradztwa założyliśmy, że uda się zredukować te kategorie do zera.

Szacunkowe koszty integracji i synergie kosztowe ostatnich M&A na rynku bankowym*

	Koszty integracji	Synergie kosztowe
BZ WBK + Kredyt Bank	-1,15%	0,83%
PKO BP + Nordea	-0,65%	0,70%
Alior Bank + BPH	-0,61%	1,18%
BZ WBK + Deutsche Bank	-1,72%	0,72%
BNP + Raiffaisen	-1,59%	0,88%
Millennium +Eurobank	-1,43%	1,34%
Średnia	**-1,19%**	**0,94%**
Pekao +Alior (mln PLN)	**-911**	**721**

Źródło: mBank, *jako % aktywów banku przejmowanego

Potencjalne oszczędności przy założeniu zwolnienia 40% pracowników

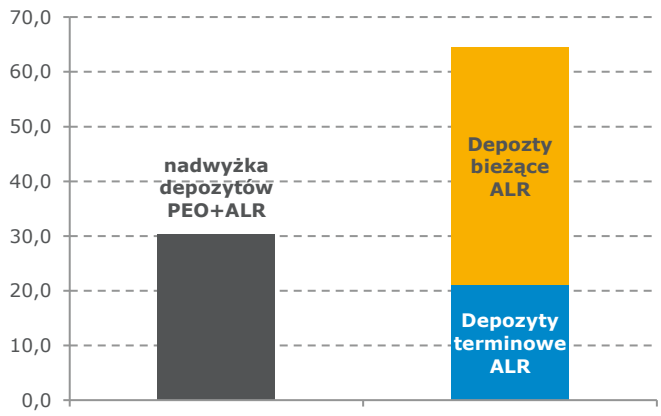
Kategoria kosztowa	Oszczędności
Koszty wynagrodzeń + narzuty na wynagrodzenia	316,4
Koszty najmu	23,5
Koszty IT	112,2
Koszty marketingu	79,2
Koszty doradztwa	30,0
Koszty usług teleco	11,6
Koszty szkoleń	6,5
Razem	**579**

Źródło: mBank

Synergie kosztowe tkwią dodatkowo w wyniku odsetkowym

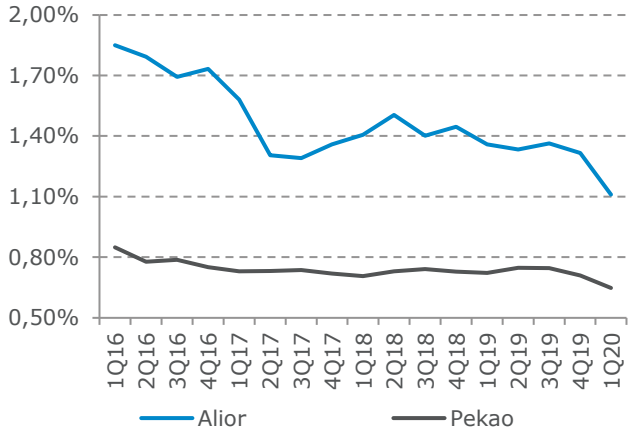
Różnica w kosztach finansowania (liczona jako koszty odsetkowe do średnich pracujących pasywów) **obu banków jest zauważalna. W 1Q'20 różnica wyniosła 46 bps**, co i tak jest dużą zmianą na korzyść Aliora, ponieważ na przestrzeni ostatnich lat średnia wyniosła 72 bps. W przypadku fuzji obu banków, **zredukowanie różnicy** w kosztach finansowania o połowę pozwoliłoby na osiągniecie oszczędności z tytułu niższych kosztów finansowania o około **123 mln PLN netto**. Co więcej uważamy, że przy przedłużającym się środowisku niskich stóp procentowych, udałoby się zniwelować całą różnicę w kosztach finansowania. Wskazówką tutaj jest także wskaźnik kredytów do depozytów połączonego banku. Szacujemy, że **nadwyżka depozytów nad kredytami wyniosłaby 30 mld PLN, czyli 9 mld więcej niż wszystkie depozyty terminowe Aliora**. Inną ważną kwestią przy koszcie finansowania jest przyszła emisja długu pod wymogi MREL. Chociaż termin na spełnienie wymogu został przesunięty na początek 2024 r., a pierwszy termin śródokresowy na początek 2024 r. nie zmienia to faktu, że przed polskim sektorem bankowym stoi wyzwanie w postaci emisji wielomiliardowego długu. **Porównując notowane obligacje obu banków, okazuje się, że premia jaką płaci Alior w porównaniu do Pekao jest prawie dwa razy wyższa** (co jest odzwierciedlone w ratingach). Fuzja obu banków mogłaby przynieść dodatkowe korzyści z tytułu emisji obligacji pod MREL o niższym oprocentowaniu.

Połączony podmiot ma 30 mld nadwyżkę depozytów, która jest większa od obecnych wszystkich depozytów terminowych Aliora (mld PLN)



Źródło: mBank

Koszty finansowania Aliora i Pekao na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: mBank

Po transakcji Pekao wraca na tron w segmencie korporacji

Po połączeniu powstałby bank z sumą bilansową na poziomie 294 mld PLN, portfelem kredytowym na poziomie 202 mld PLN oraz sumą depozytów na poziomie 232 mld PLN. Portfel kredytowy nowego banku składałby się z 74 mld PLN hipotek (34% portfela), 38 mld PLN pozostałych detalicznych kredytów (17% portfela) oraz z 107 mld PLN kredytów korporacyjnych (49% portfela). **Suma bilansowa połączonego banku byłaby wyższa od dotychczasowego lidera PKO BP (266 mld PLN) o około 28 mld PLN.**

Udział rynkowy kredytów połączonego banku wyniósłby 15% z czego 15% w kredytach korporacyjnych (lider), 16% w hipotekach (#2) oraz 13% w kredytach detalicznych NML (#1). **Uważamy, że udział rynkowy na poziomie 15% nie powinien spowodować blokady fuzji ze strony UOKiK**. Połączony bank stałby się na nowo liderem branży korporacyjnej i kredytów detalicznych NML.

Połączony podmiot największy w korporacjach oraz i kredytach detalicznych bez hipotek

	hipoteczne	detal NML	korpo	razem
PKO	**25,4%**	10,4%	13,4%	**16,6%**
PEO + ALR	16,0%	**12,9%**	**14,9%**	15,0%
PEO	13,5%	5,2%	11,3%	10,8%
SPL	11,4%	10,0%	9,9%	10,4%
ING	10,6%	4,2%	9,0%	8,5%
MBK	9,0%	7,3%	7,0%	7,7%
BNP	4,3%	3,8%	6,8%	5,4%
MIL	8,3%	4,9%	2,7%	4,9%
ALR	2,5%	7,7%	3,6%	4,2%
BHW	0,4%	1,9%	2,0%	1,5%

Źródło: mBank

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 Biura 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 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 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.

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 Biuro maklerskie 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, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, 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 zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAI Dom Maklerski, Pfleiderer Group, Primetech.

Asseco 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_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 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 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.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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