piątek, 4 września 2020 | opracowanie cykliczne

Banki: Podsumowanie wyników w 2Q'20

Polska, Banki

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

W 2Q'20 wszystkie banki pobiły konsensus za wyjątkiem Alior Banku, którego strata była aż o 500 mln PLN wyższa od oczekiwań. Ogrom negatywnych zdarzeń w 2Q'20 przytłacza: obniżki stóp procentowych, rezerwy na przyszłe straty kredytowe, rezerwy na kredyty CHF, niższa aktywność klientów spowodowana kwarantanną czy kolejne rezerwy na zwrot prowizji. W efekcie zysk netto na naszej próbie spadł aż o 57% R/R. Niemniej jednak robiąc dekompozycję wyników, skorygowany o zdarzenia jednorazowe zysk netto spadł zaledwie o 17% R/R, co w kontekście środowiska stóp procentowych oraz rekordowej recesji jest wynikiem bardzo dobrym. Należy tutaj podkreślić bardzo negatywny wpływ podatku bankowego, który w 2Q pochłonął aż 40% zysku netto wypracowanego przez banki. Na szczególną uwagę zasługuje wynik odsetkowy, który spadł zaledwie o 2% R/R głównie dzięki znaczącemu cięciu kosztów odsetkowych (-30% R/R) i niespodziewanie wysokiemu wzrostowi pracujących aktywów (ex kredyty) na poziomie +39% R/R. Wzrost po stronie papierów wartościowych był możliwy dzięki przyrostowi depozytów na poziomie 17% R/R (bieżące +36% R/R), co również mogło zaskoczyć rynek. Konsensus rocznych prognoz wskazuje, że rynek oczekuje praktycznie takich samych zdarzeń jednorazowych w 3Q i 4Q co w 2Q'20, co naszym zdaniem jest mało prawdopodobne szczególnie, że aż ponad 500 mln PLN pochodziło tylko z Aliora. Oznacza to, że w większości banków należy oczekiwać podwyżek prognoz, których precyzyjna kwantyfikacja utrudniona jest przez trudny do oszacowania koszt ryzyka w 2H. Naszym top-pick po wynikach pozostaje Pekao, które zaskoczyło rynek o 32% wyższym ZN. Uważamy że bank jest niedowartościowany, a konsensus na 2020 r. ma szansę wzrosnąć aż o 20%.

Co w drugiej połowie roku?

Powtarzalny zysk netto sektora spadł o 17% R/R i o 23% Q/Q. Zmiana kwartalna lepiej obrazuje wpływ recesji na sektor chociaż rynek spodziewał się jeszcze gorszego rozwoju wypadków. Należy jednak pamiętać, że w 2H'20 banki powinny odczuć ostatnią obniżkę stóp o 40 p.b. oraz zmierzyć się z kończącymi się moratoriami. Z drugiej strony, banki już widzą, że efekt cięć będzie mniej dotkliwy niż pierwotnie prognozowały ze względu na rosnący bilans, a skorygowany koszt ryzyka na razie nie wskazuje na kryzys gospodarczy (niższy niż przed rokiem). Jednocześnie w 2H'20 sektor powinien uniknąć kolejnych odpisów goodwillu, odpisów na tzw. małe TSUE, zanotować niższe odpisy na CHFy w 3Q oraz odpisów ECL na przyszłe straty, a w zamian zacząć mierzyć się z faktyczną deterioracją aktywów. Uważamy, że konsensus prognoz jest obecnie zbyt niski.

Kredyty korporacyjne spadają najbardziej

Kredyty cofnęły się o 2% Q/Q, ale siłą rozpędu dynamika w ujęciu rocznym była nadal pozytywna (+4%). Największy spadek sektor zanotował w segmencie korporacyjnym, co nie powinno dziwić. Z jednej strony, banki zaostrzają kryteria, a z drugiej – wkroczył PFR z częściowo bezzwrotną pomocą zabierając biznes bankom. Dość zaskakująco wyglądają kredyty konsumenckie, które wzrosły o 1% Q/Q. W całym roku oczekujemy płaskiego wolumenu kredytów w sektorze.

Prognozy dla banków w większości zbyt konserwatywne

Ocena konsensusu rocznego jest utrudniona ze względu na postępującą deterioracją podstawowych wyników. Obecnie uważamy, że rynek oczekuje zbyt dużego spadku wyników (przy założeniu takich samych zdarzeń jednorazowych) w BNP, ING (-36%), PKO (-30%) i PEO (-20%). Oznacza to, że konsensus dla tych banków jest zdecydowanie zbyt niski, chyba że banki zostaną niespodziewanie mocno dotknięte przez kryzys. Z drugiej strony, konsensus prognoz jest zbyt optymistyczny dla ALR.

Zmiana kursu YTD

Banki	YTD
Getin Holding	+35,6%
BRD	+6,3%
OTP Bank	-12,0%
BNP Paribas Polska	-13,0%
Moneta Bank	-20,0%
ING BSK	-24,0%
Unicredit	-26,8%
Idea Bank	-26,9%
Raiffeisen	-30,2%
BOŚ	-30,8%
Erste Bank	-31,3%
Komercni Banka	-34,5%
Getin Noble Bank	-39,2%
PKO BP	-43,8%
Handlowy	-46,9%
Santander	-50,2%
Pekao	-53,4%
mBank	-56,6%
Santander PL	-58,5%
Millennium	-67,4%
Alior Bank	-73,8%
WIG-Banki	-49,1%
MSCI EM Europe	-8,1%
WIG	-11,8%

Wykonanie prognoz YTD

Banki	YTD
PKO BP	+71%
Pekao	+41%
Santander	+53%
ING BSK	+64%
Millennium	+45%
Handlowy	+51%
Alior Bank	+578%
Rynek	+49%

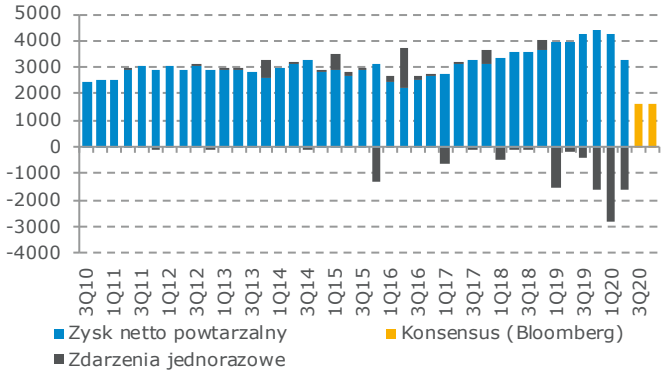
Podsumowanie wyników kwartalnych dla sektora

(mln PLN)	2Q'19	1Q'20	2Q'20	R/R	Q/Q	konsensus
Wynik odsetkowy	10 048,6	10 549,4	9 841,6	-2,1%	-6,7%	9 715,0
Wynik prowizyjny	3 263,7	3 440,1	3 342,3	2,4%	-2,8%	3 233,6
Koszty operacyjne	6 163,5	7 821,1	5 905,5	-4,2%	-24,5%	6 294,5
Saldo rezerw	2 092,0	3 031,5	3 822,8	82,7%	26,1%	3 166,1
Zysk netto	3 806,9	1 450,5	1 646,6	-56,7%	13,5%	1 912,5
NIM (%)	2,97	2,90	2,58	-0,39	-0,32	
CoR (%)	0,74	0,98	1,26	+0,53	+0,29	
ROE (%)	10,33	3,68	4,06	-6,27	+0,38	

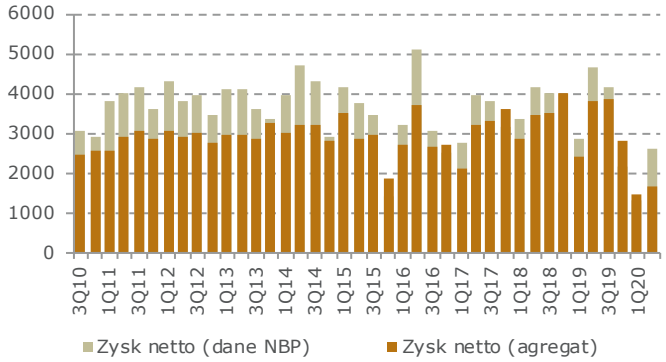
Źródło: Biuro maklerskie mBanku, PAP

Zysk netto (mln PLN)

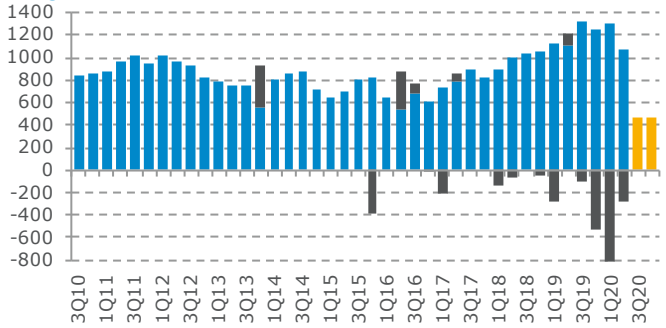
Rynek (dane zagregowane)



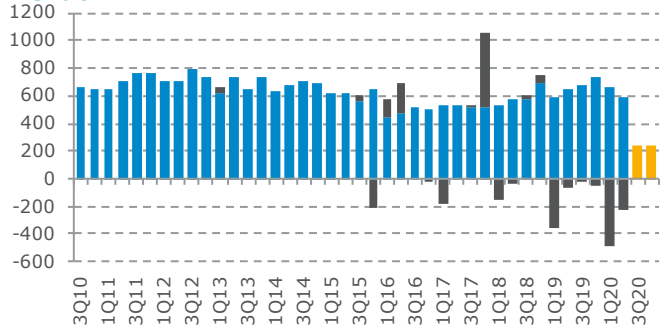
Rynek (dane zagregowane na tle danych NBP)



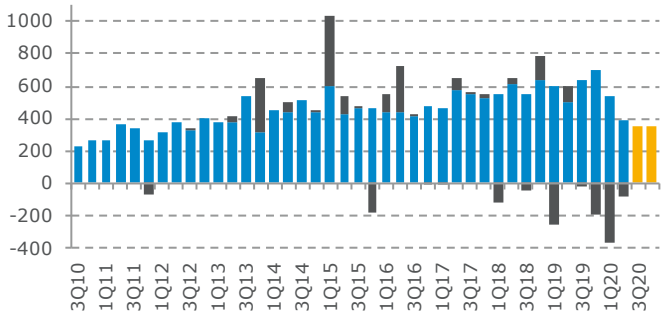
PKO BP



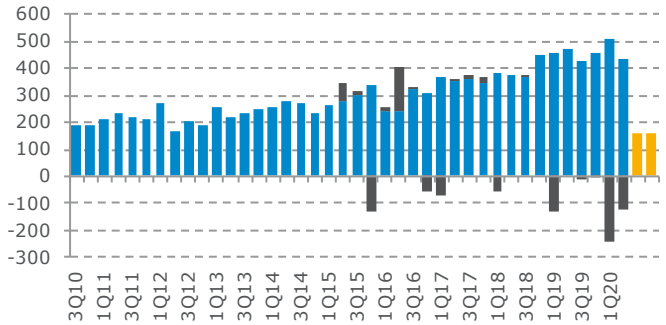
Pekao



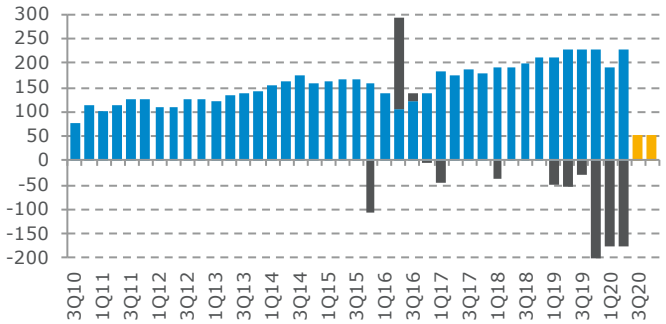
Santander



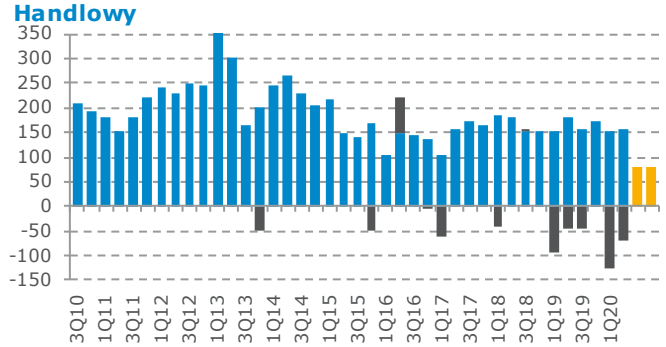
ING BSK



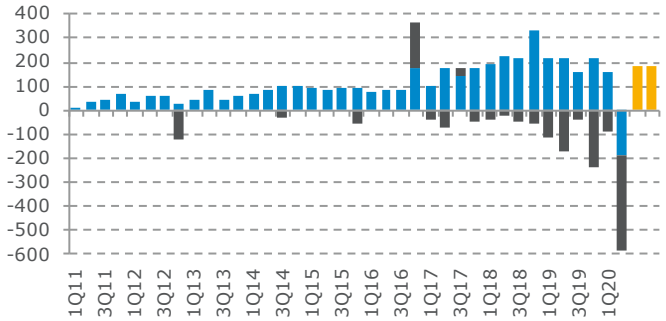
Millennium



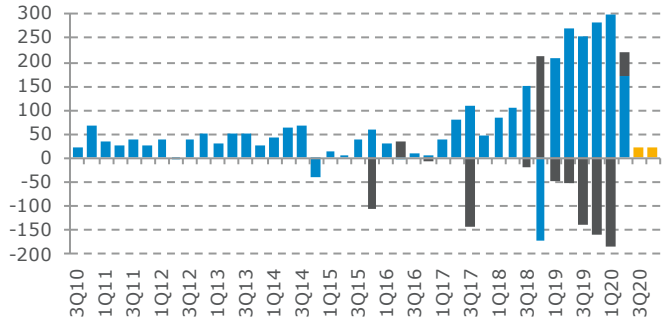
Handlowy



Alior Bank

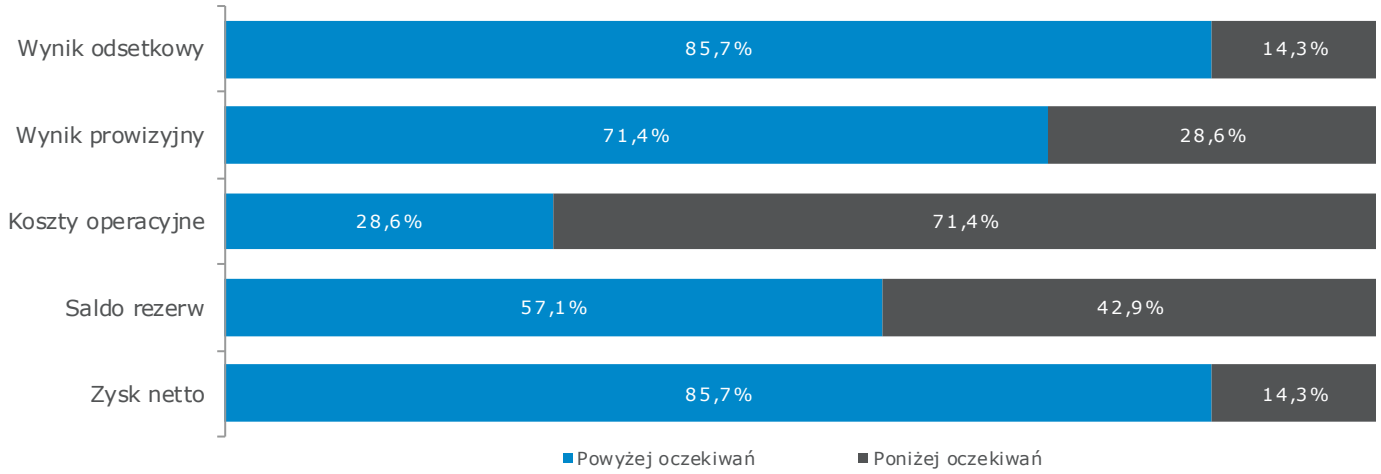


BNP Paribas

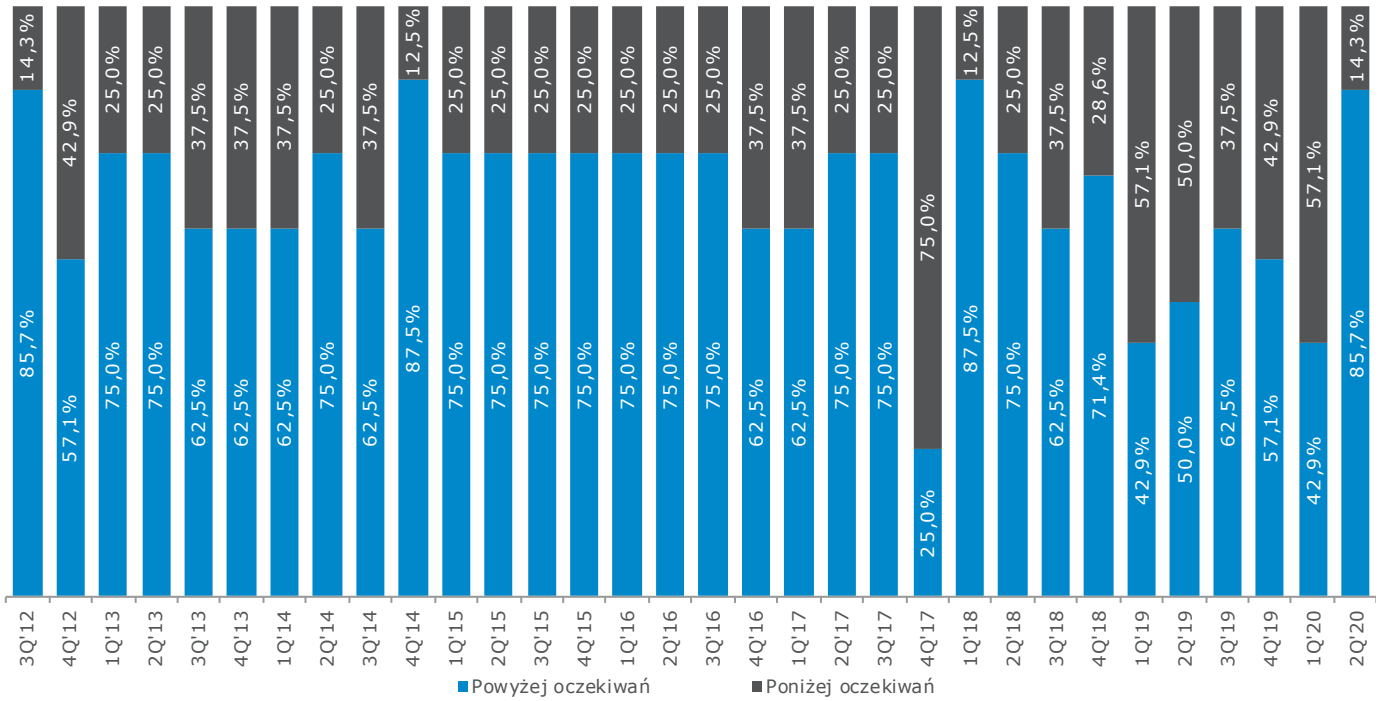


Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Statystyka wyników vs. oczekiwania w 2Q'20



Zysk netto wobec oczekiwań rynkowych



Zysk/strata netto dla poszczególnych banków wobec oczekiwań rynkowych

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20
PKO	3%	1%	5%	-3%	3%	3%	4%	-1%	8%	1%	1%	1%	4%	3%	2%	10%	-5%	4%
PEO	7%	12%	8%	3%	7%	2%	2%	9%	0%	1%	4%	14%	-3%	1%	1%	2%	52%	32%
SPL	8%	10%	0%	8%	2%	13%	0%	0%	2%	7%	2%	-15%	-1%	-14%	2%	17%	-30%	3%
ING	8%	8%	17%	-6%	4%	-2%	1%	0%	2%	-4%	0%	10%	8%	7%	-8%	-3%	8%	4%
MIL	3%	-8%	2%	4%	17%	2%	3%	0%	4%	3%	0%	7%	7%	18%	12%	-46%	-69%	5%
BHW	-1%	11%	-3%	2%	-30%	5%	8%	0%	25%	4%	-3%	-6%	-7%	-6%	-35%	2%	-39%	12%
ALR	6%	1%	4%	3,6x	-20%	6%	16%	-7%	-5%	6%	1%	53%	0%	-20%	4%	-5,0x	27%	5,7x
BNP	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-8%	-18%	8%	36%	38%
MBK	7%	0%	4%	11%	-4%	-6%	2%	3%	8%	-1%	-2%	-4%	2%	13%	6%	11%	-32%	30%

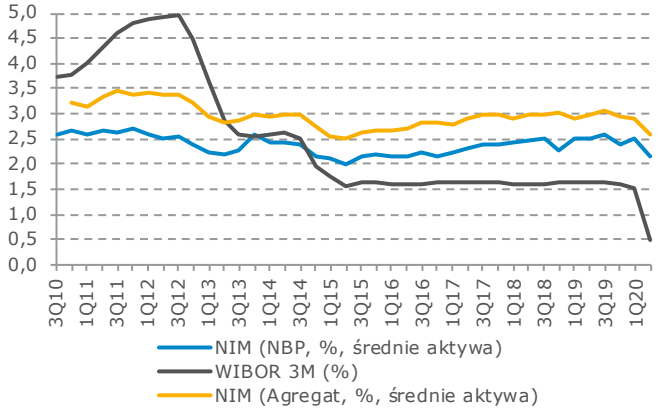
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Wynik odsetkowy

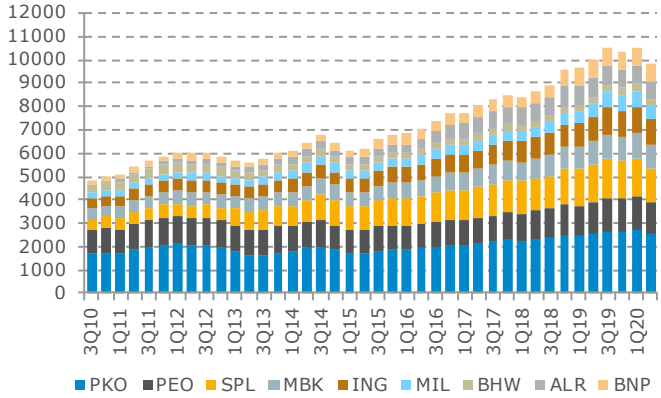
W 2Q'20 banki operowały już cały kwartał w niższym środowisku stóp procentowych. Zagregowany wynik odsetkowy banków spadł o 6,7% Q/Q oraz 2,1% R/R i był lekko wyższy od oczekiwań (+1,3%). Marża odsetkowa spadła o 32 p.b. Q/Q i 39 p.b. R/R. Niewspółmierny spadek wyniku odsetkowego do marży wynika z bardzo silnego wzrostu pozostałych pracujących aktywów finansowych na poziomie 20% Q/Q i 39% R/R. Przychody odsetkowe spadły w kwartale o 8,5% R/R, zaś koszty odsetkowe o wysokie 30,4%. Z dostępnych danych wynika, że banki bardzo ambitnie podeszły do przeceny depozytów (depozyty terminowe spadły o 44 mld PLN Q/Q) chociaż uważamy, że cały efekt jeszcze nie będzie widoczny jeszcze przynajmniej przez kwartał. Banki pozyskały 118 mld PLN taniego finansowania w postaci depozytów bieżących i w części zainwestowały w papiery wartościowe, które zamortyzowały spadek stóp. Według przedstawicieli sektora, spadek wyniku odsetkowego w całym roku powinien być niższy niż podawany we wstępnych szacunkach. Uważamy, że ze względu na szybki wzrost udziału papierów wartościowych w bilansach banków, wynik odsetkowy będzie źródłem kolejnych pozytywnych zaskoczeń dla rynku także w 2H'20.

88% banków zaraportowało zgodny lub wyższy od oczekiwań wynik odsetkowy. Z jednej strony Bank Millennium oczekuje, że spadek wyniku odsetkowego w kolejnych kwartałach już nie nastąpi, a z drugiej Bank Handlowy oczekuje zdecydowanego przyspieszenia spadku. Uważamy, że znacznie lepsze od oczekiwań wyniki pokazały Pekao, Millennium oraz Alior Bank. Poniżej oczekiwań zaraportował Santander.

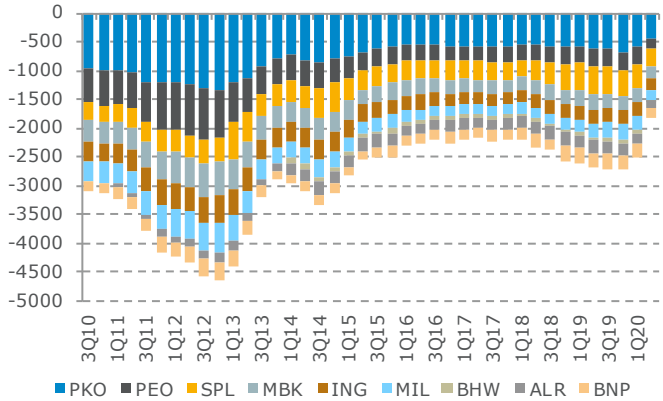
Rynek: Marża odsetkowa vs WIBOR 3M (%)



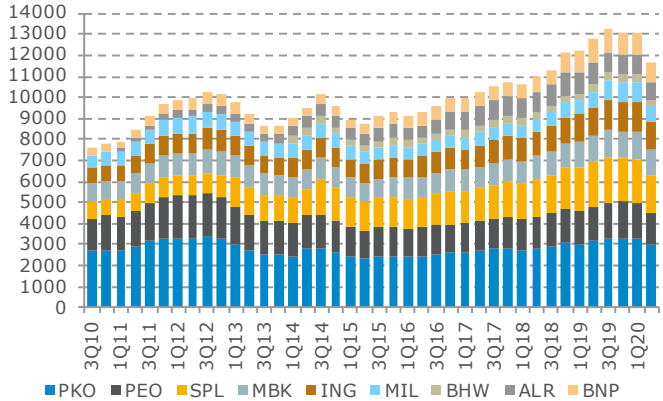
Zagregowany wynik odsetkowy (mln PLN)



Ewolucja kosztów odsetkowych (mln PLN)



Ewolucja przychodów odsetkowych (mln PLN)



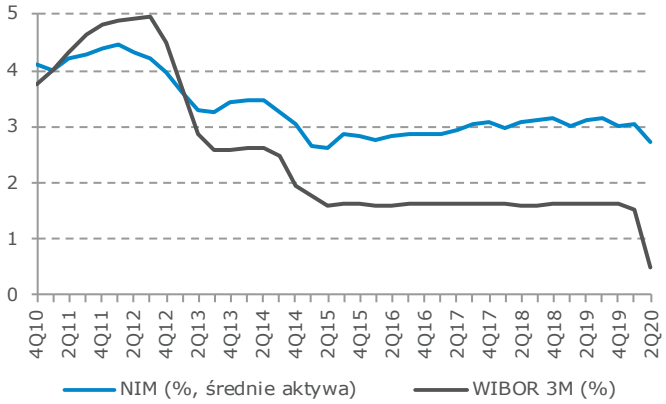
Kwartalna zmiana marży odsetkowej (do średnich aktywów)

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20
PKO	-0,07	0,05	0,05	0,00	-0,03	0,09	0,11	0,02	-0,08	0,09	0,05	0,03	-0,14	0,08	0,04	-0,13	0,02	-0,30
PEO	0,11	0,05	0,06	-0,08	-0,04	0,08	0,02	-0,03	-0,05	0,08	0,04	0,02	-0,08	0,08	0,05	0,01	-0,11	-0,30
SPL	-0,07	0,05	0,14	0,06	-0,11	0,13	0,06	0,07	-0,06	-0,16	-0,14	-0,09	-0,09	0,03	0,18	-0,13	-0,11	-0,41
ING	0,03	0,01	0,28	0,06	-0,08	0,09	0,09	0,02	-0,10	0,06	0,05	-0,02	-0,07	0,01	0,09	-0,09	-0,04	-0,30
MIL	0,01	0,18	-0,03	0,00	0,01	0,15	0,06	0,00	-0,13	0,04	0,12	-0,01	-0,15	0,22	0,27	-0,04	-0,12	-0,25
BHW	0,00	0,15	0,19	0,06	-0,09	0,10	0,10	0,20	-0,13	-0,09	0,07	-0,15	-0,12	0,04	-0,03	0,03	-0,17	-0,39
ALR	-0,07	-0,03	0,20	0,26	-0,08	0,37	-0,14	-0,18	-0,20	0,11	0,08	0,56	-0,62	0,03	-0,20	-0,28	0,16	-0,31
BNP	-0,04	0,06	-0,02	-0,07	-0,02	0,09	0,12	-0,17	-0,14	0,28	0,07	0,06	-0,06	0,12	0,03	-0,02	-0,04	-0,27
MBK	0,02	-0,02	0,05	0,06	-0,02	0,09	0,08	0,07	-0,04	0,03	0,02	0,01	-0,02	0,12	0,10	-0,19	0,02	-0,31
NBP*	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,10

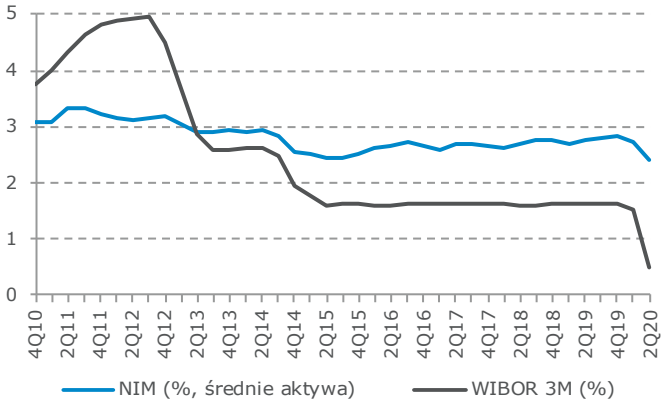
Źródło: Biuro maklerskie mBanku; *stopa referencyjna NBP

NIM vs. WIBOR 3M

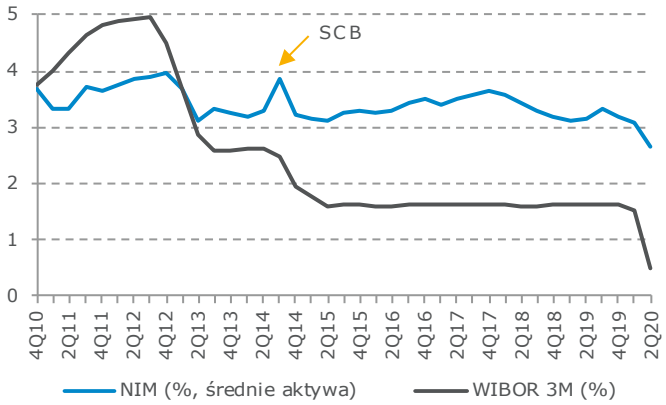
PKO BP



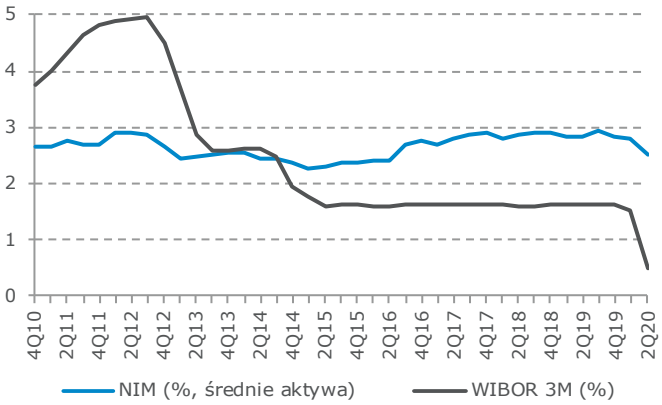
Pekao



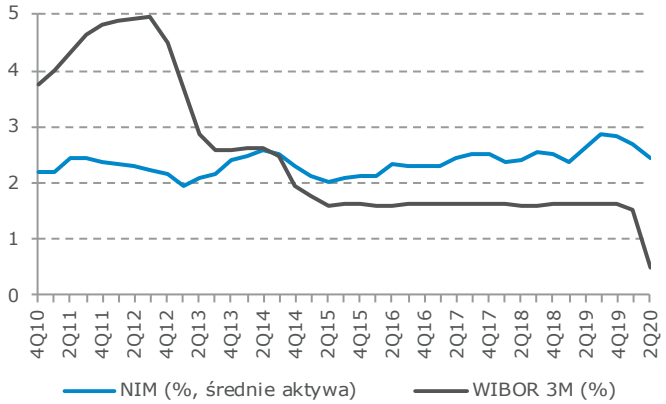
Santander



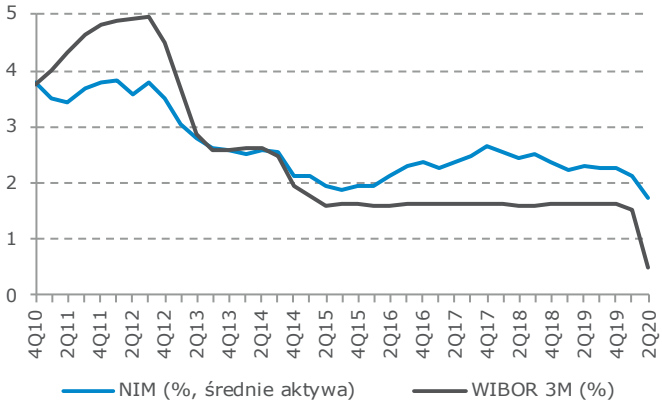
ING BSK



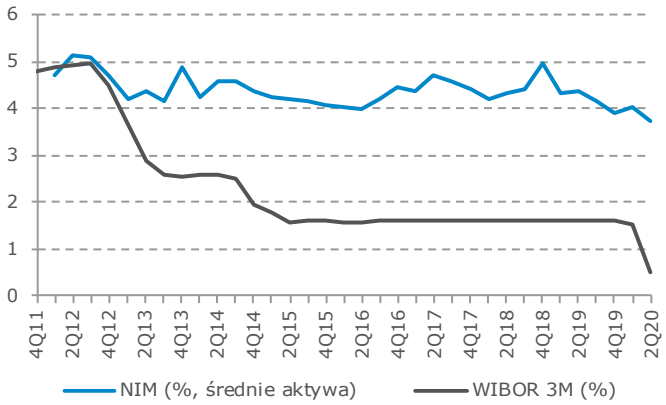
Millennium



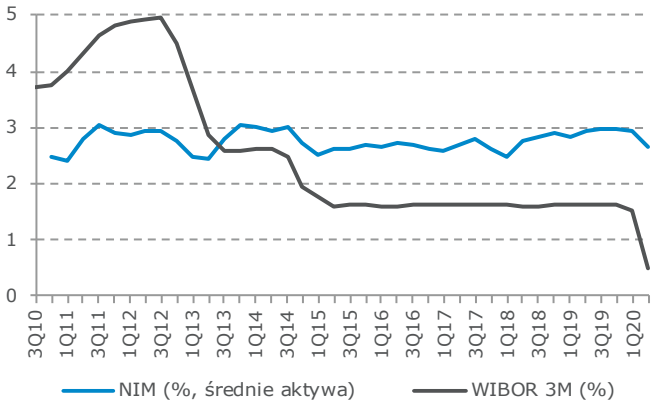
Handlowy



Alior Bank



BNP Paribas



Źródło: Biuro maklerskie mBanku

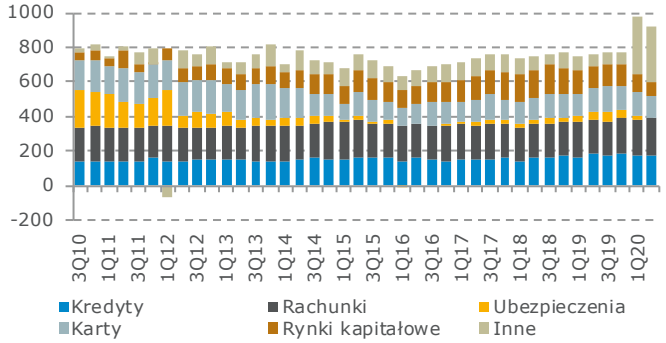
Prowizje i opłaty

Pomimo kwarantanny wynik prowizyjny zanotował nieznaczny spadek w ujęciu kwartalnym (-2%), zaś dynamiki roczne były zachwiane przez zmiany księgowe. Niski kwartalny spadek zaskakuje biorąc pod uwagę surowy lock-down przez dwa miesiące drugiego kwartału. Co interesujące, spadek sprzedaży kredytów nie wpłynął na spadek prowizji z tego tytułu, które wzrosły o 1% Q/Q. Może to wynikać z błyskawicznej zmiany cennika, który naszym zdaniem będzie ulegać dalszym podwyżkom. Z drugiej strony widzimy spadek wyniku prowizyjnego z rynków kapitałowych, co może dziwić biorąc pod uwagę aktywność inwestorów indywidualnych.

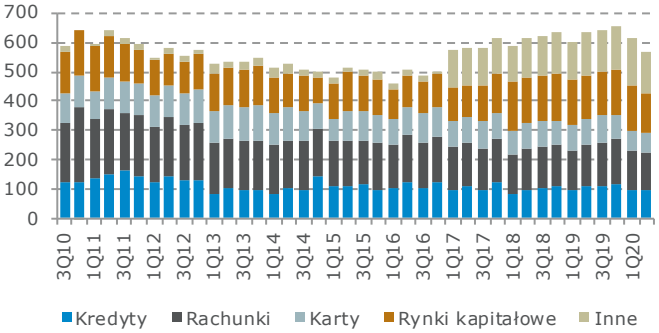
Perspektywa dla wyniku prowizyjnego jest pozytywna. Banki zmieniają cenniki, a wynik powinien być wsparty w kolejnych kwartałach przez rosnącą sprzedaż kredytów.

75% banków zaraportowało lepszy od oczekiwań wynik prowizyjny. Zdecydowanie najlepszy wynik prowizyjny pokazał PKO BP, który pobił konsensus o 10% dzięki wysokim prowizjom z kredytów. Na plus należy również wyróżnić wynik prowizyjny Banku Millennium oraz BNP w 2Q'20. Najgorzej wypadł wynik prowizyjny w Santander oraz w Handlowym.

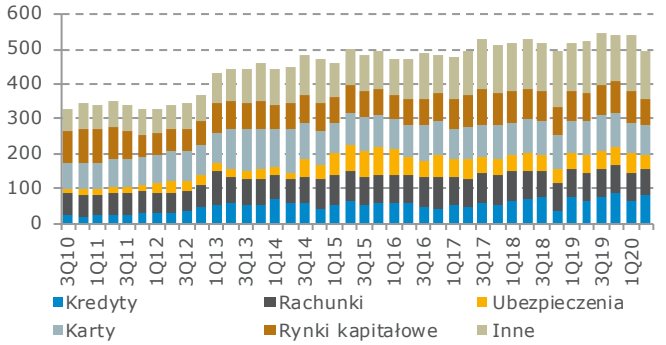
PKO BP



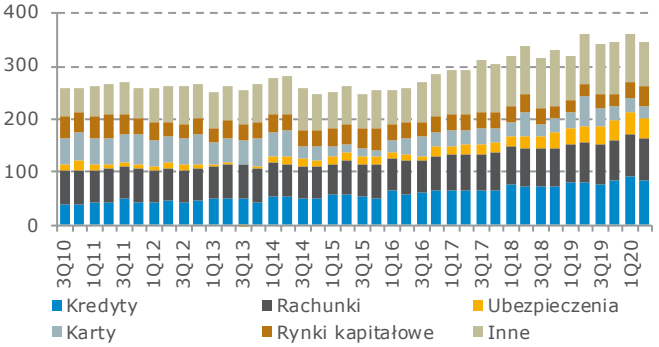
Pekao



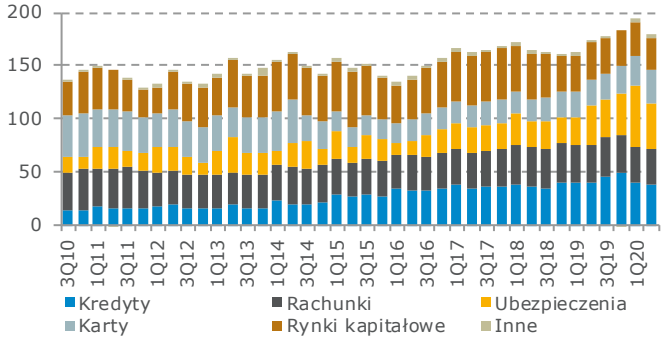
Santander



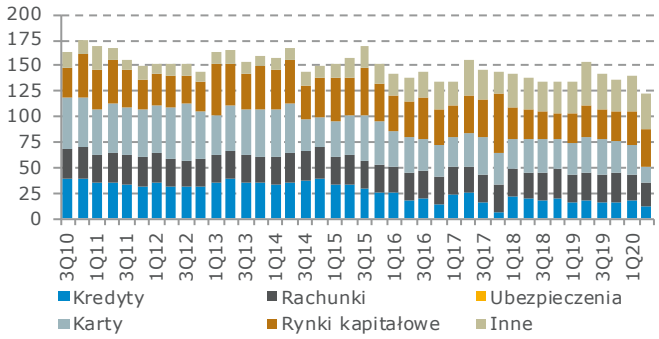
ING BSK



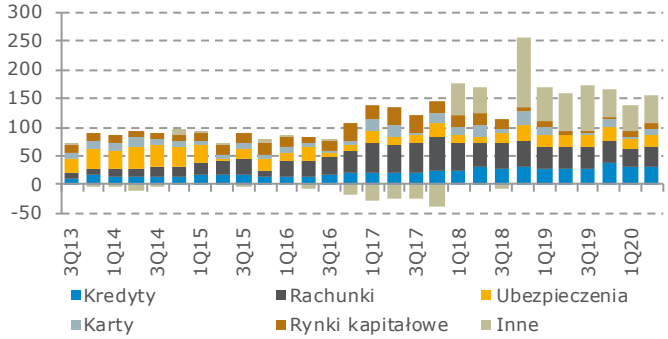
Millennium



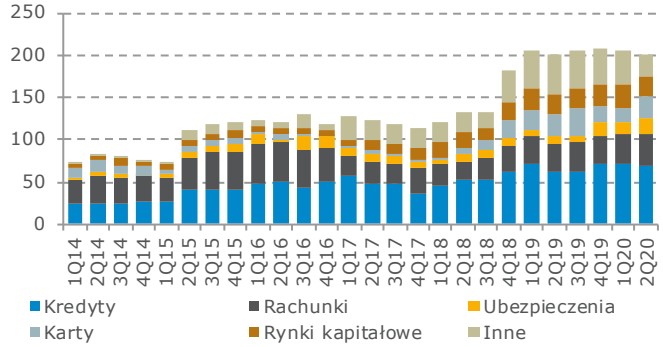
Handlowy



Alior Bank



BNP Paribas



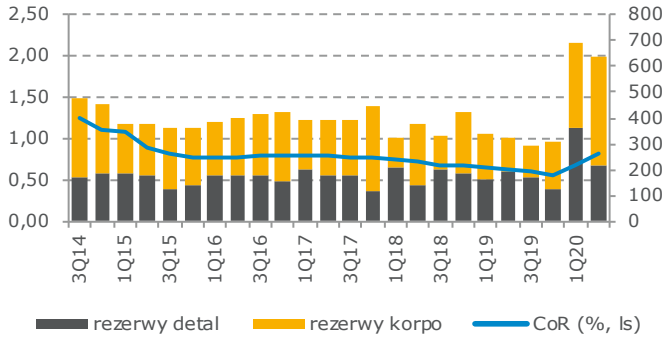
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Koszt ryzyka

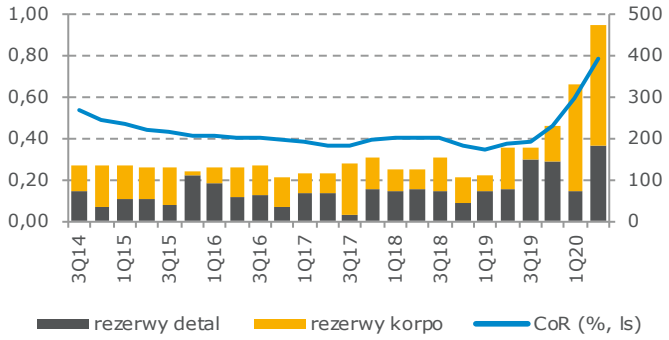
Łączne saldo rezerw banków, które zaraportowały wzrosło o 30% Q/Q oraz 83% R/R. Dwa banki (PEO i SPL) zaraportowały niższe rezerwy od oczekiwań, a 3 zdecydowanie wyższe (MIL, BHW, i ALR). Koszt ryzyka (do kredytów brutto) w 2Q'20 wyniósł 126 p.b. wobec 98 p.b. w 1Q'20 i 74 p.b. w 2Q'19. Kwartał obfitował w zdarzenia jednorazowe włączając w to odpisy na kredyty CHF i przyszłe straty na kredytach (na COVID-19). Szacujemy, że wyłączając dodatkowe rezerwy koszt ryzyka wyniósłby 70 p.b., czyli mniej niż rok wcześniej. Szacujemy, że koszt ryzyka związany z COVID-19 wyniósł około 42 p.b. w kwartale. Co interesujące koszt ryzyka w detalu na poziomie 75 p.b. nie odbiegł znacząco od zaraportowanego w 2Q'19 co oznacza, że nie widać jeszcze pogorszenia jakości. Z kolei wskaźnik NPL w 2Q wzrósł o 20 p.b. Q/Q i 30 p.b. YTD. Należy jednak pamiętać, że banki nie sprzedawały kredytów niepracujących, praktycznie od marca 2020.

Uważamy, że rezerwy ECL na COVID-19 w 2H powoli ustąpią miejsca tym wynikającym z faktycznego pogorszenia jakości aktywów szczególnie, że połowa wakacji kredytowych zapada w 3Q.

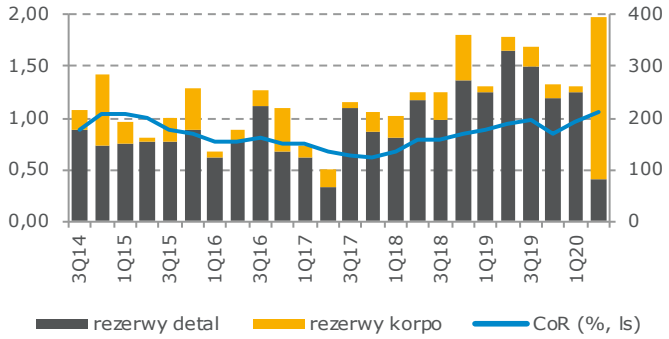
PKO BP



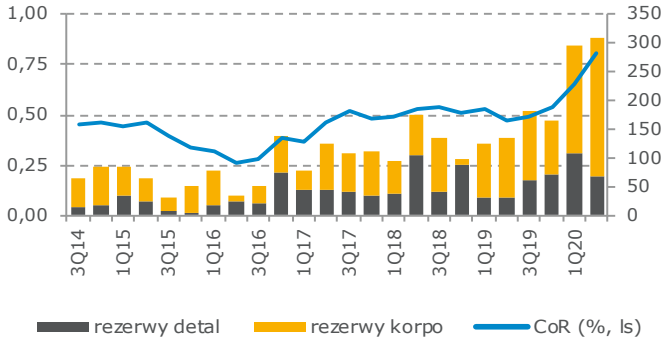
Pekao



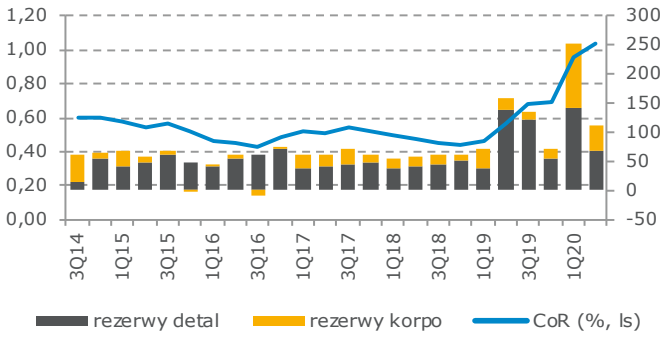
Santander



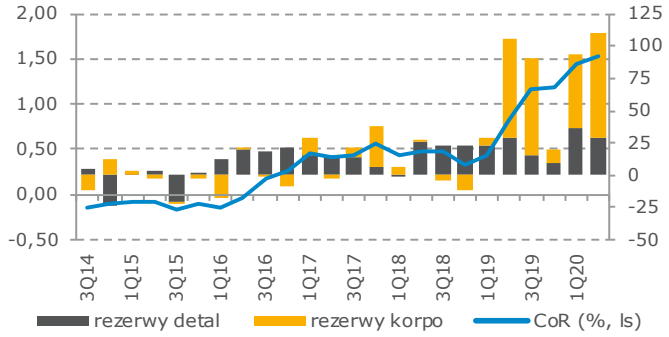
ING BSK



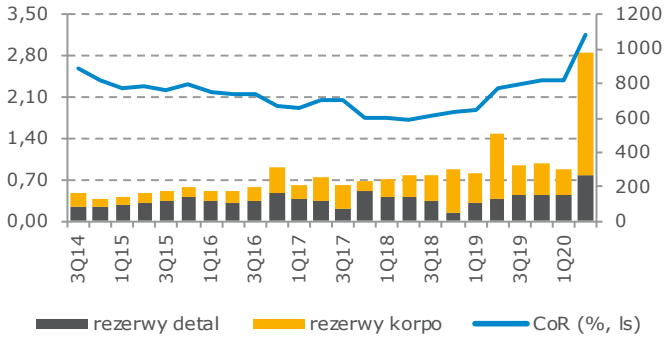
Millennium



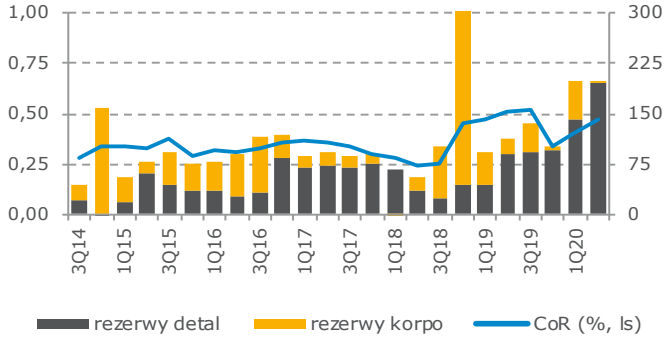
Handlowy



Alior Bank



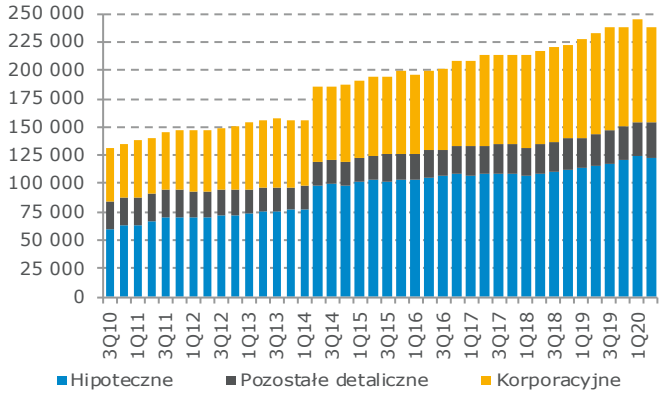
BNP Paribas



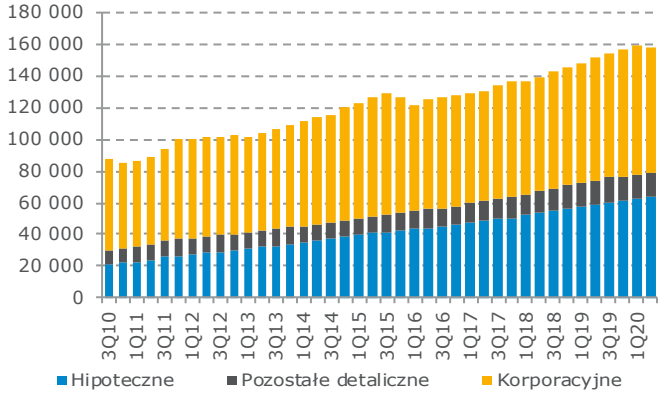
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Wzrost kredytów (mln PLN)

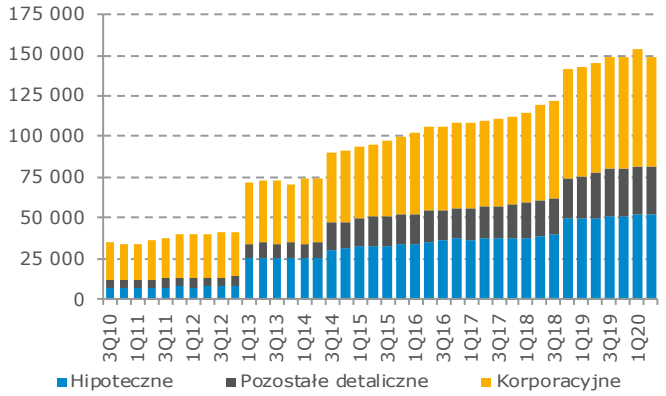
PKO BP



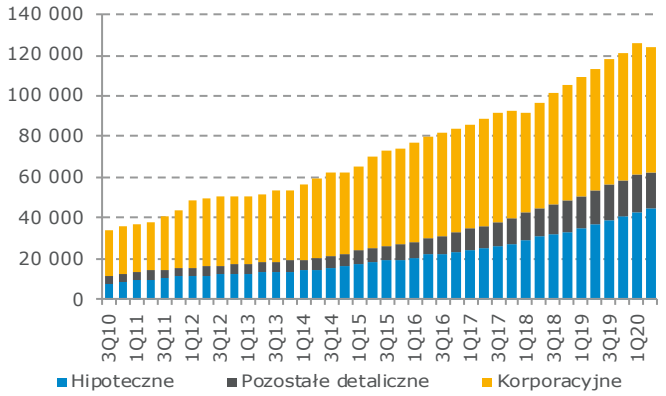
Pekao



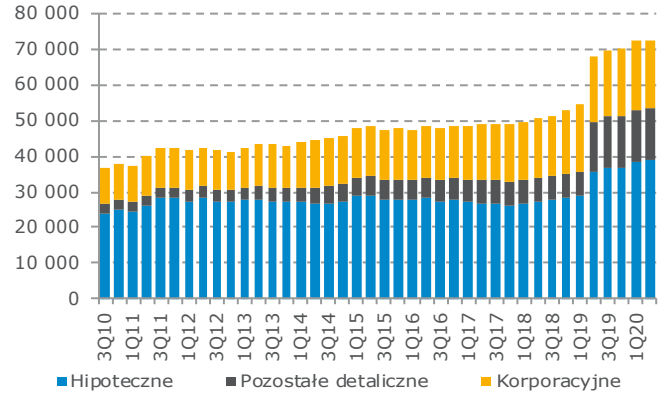
Santander



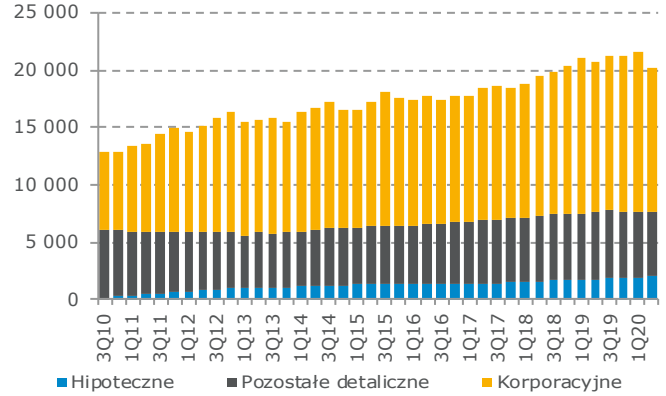
ING BSK



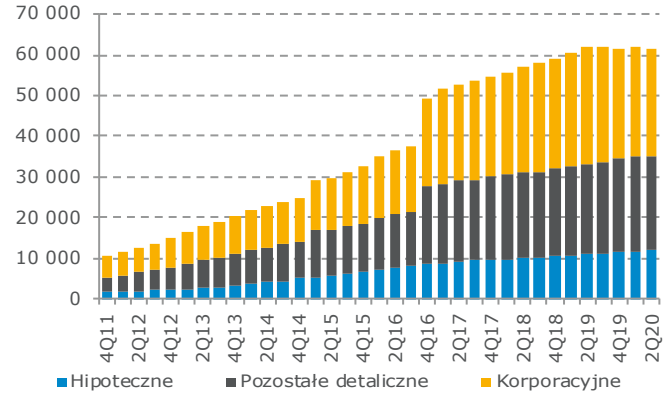
Millennium



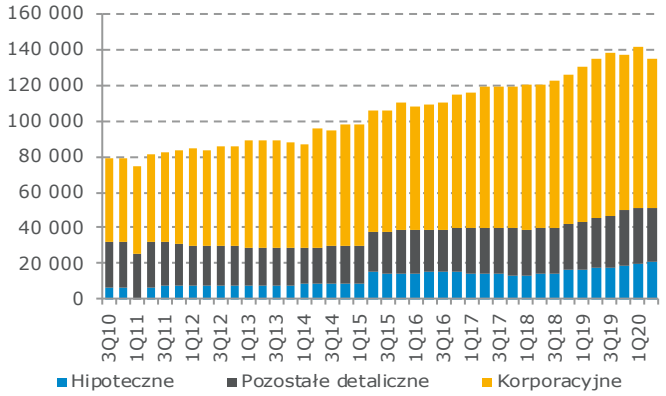
Handlowy



Alior Bank



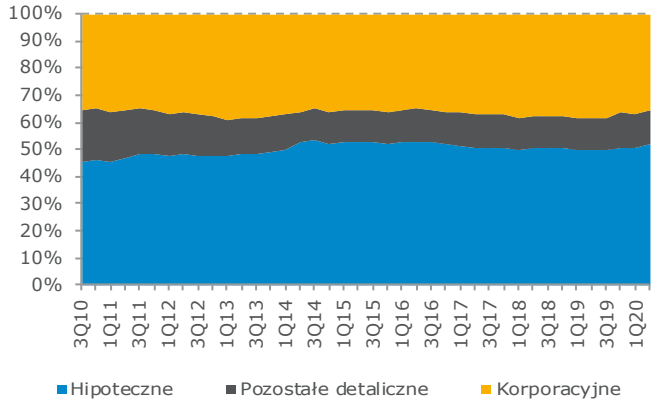
BNP Paribas



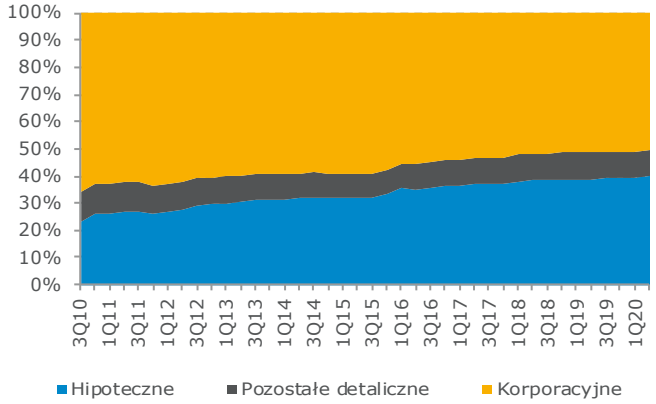
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Struktura kredytów

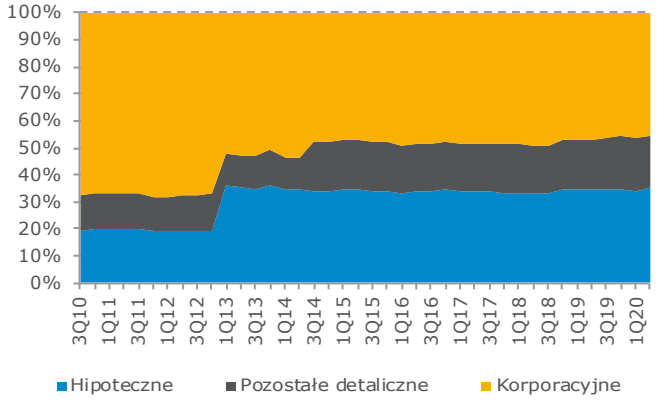
PKO BP



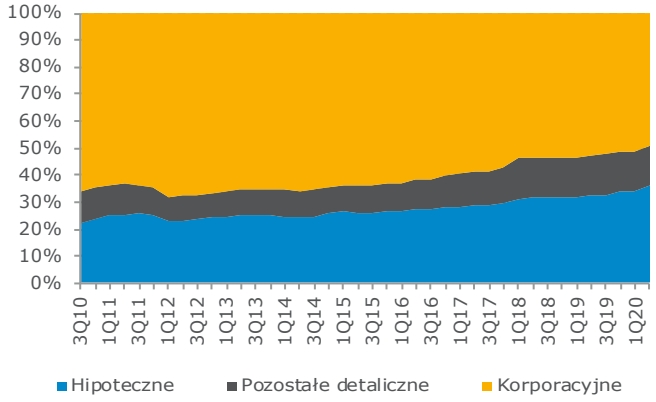
Pekao



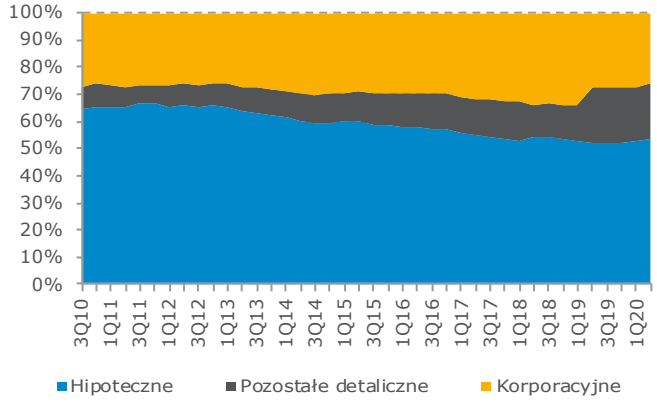
Santander



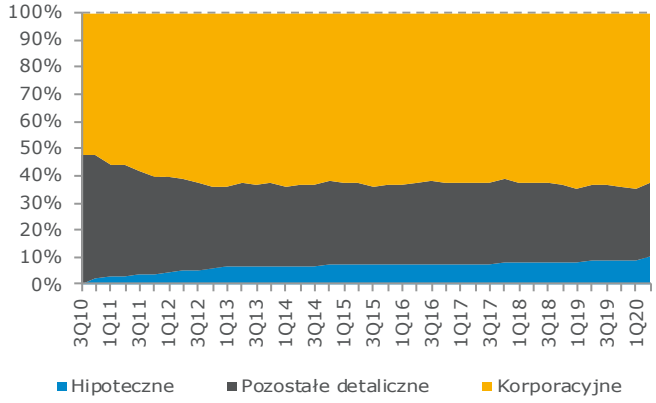
ING BSK



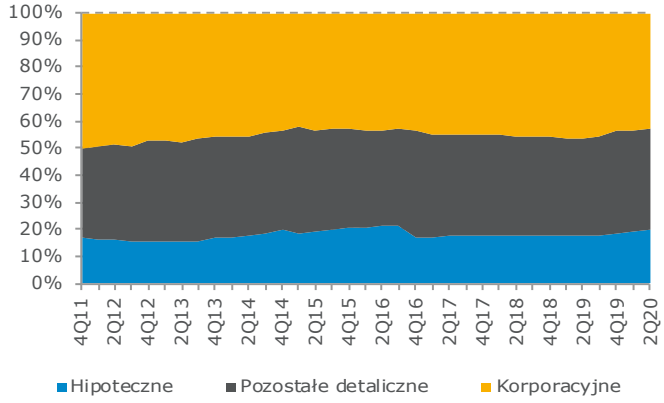
Millennium



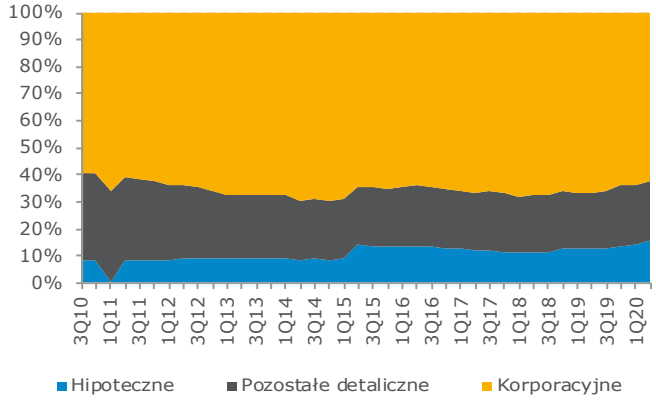
Handlowy



Alior Bank



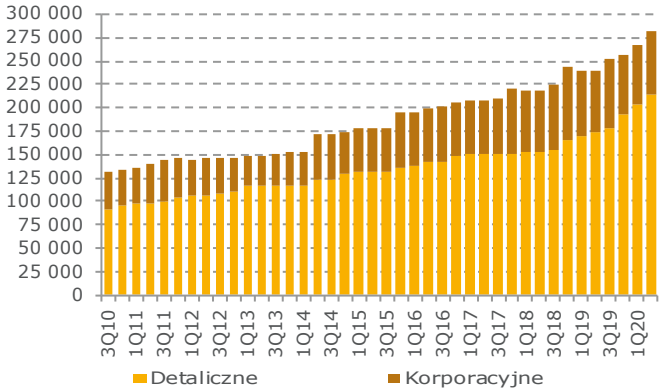
BNP Paribas



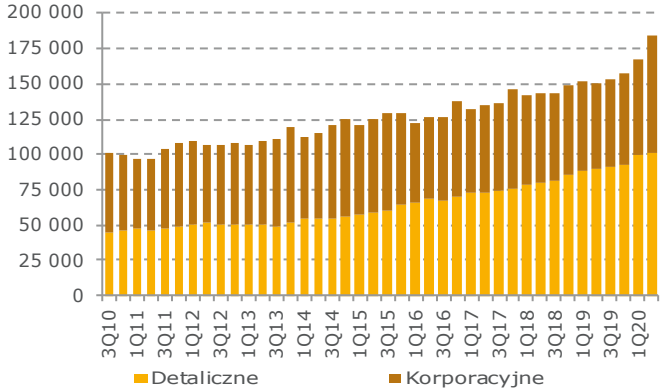
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Wzrost depozytów (mln PLN)

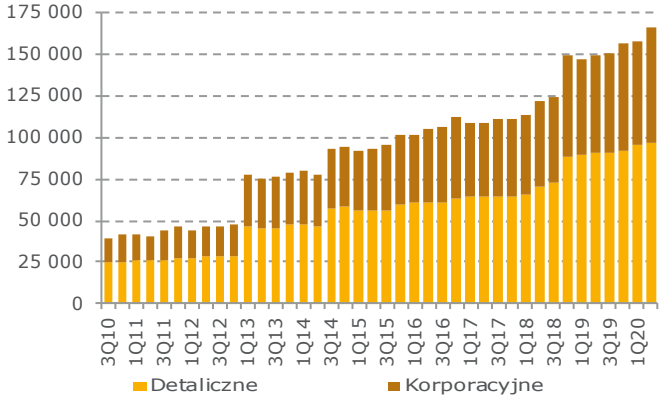
PKO BP



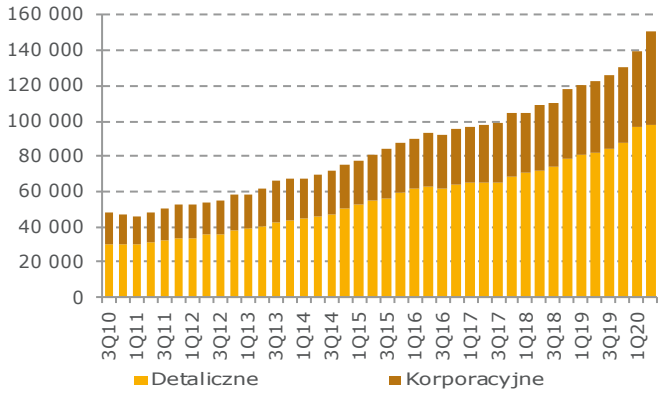
Pekao



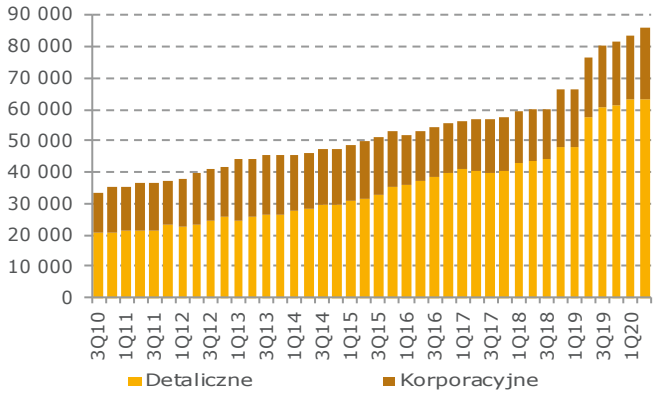
Santander



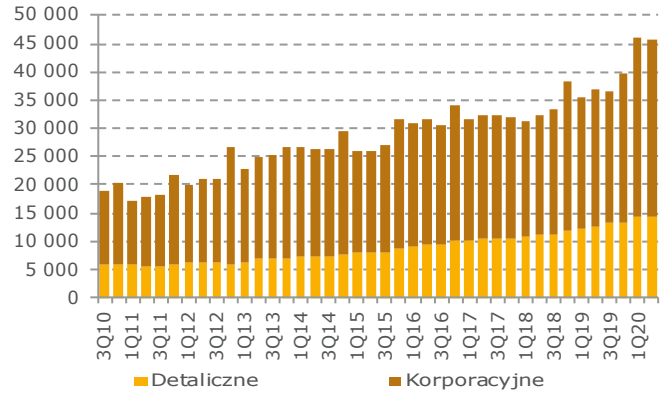
ING BSK



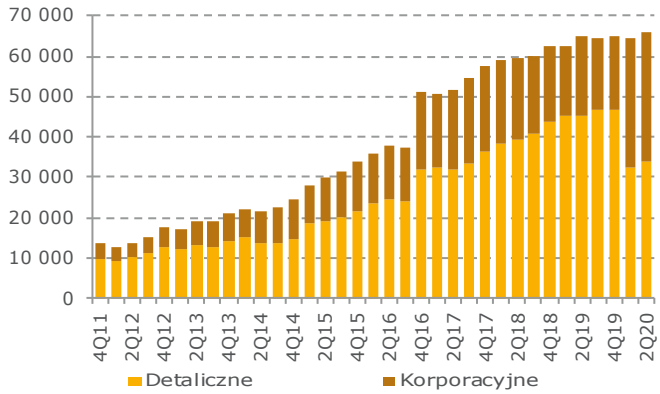
Millennium



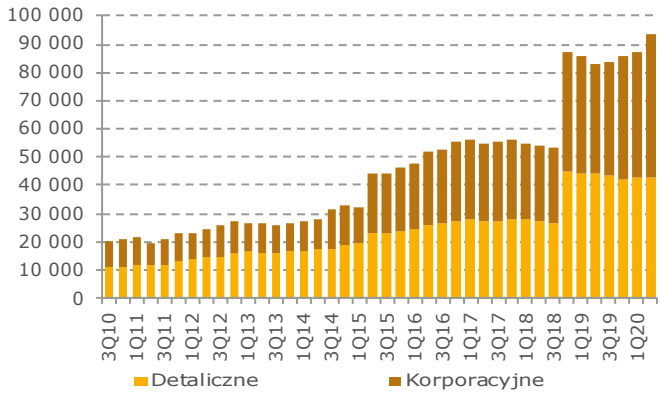
Handlowy



Alior Bank



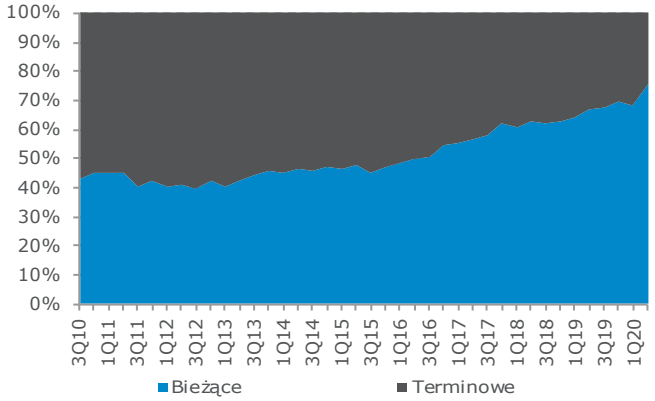
BNP Paribas



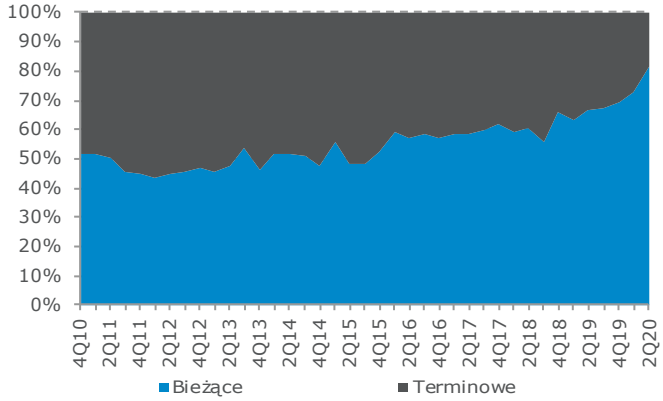
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Struktura depozytów

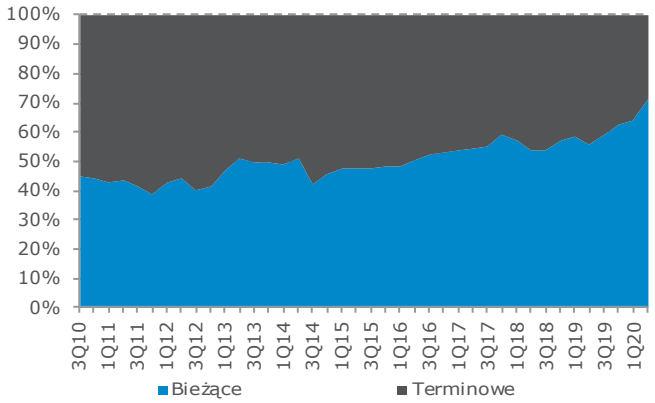
PKO BP



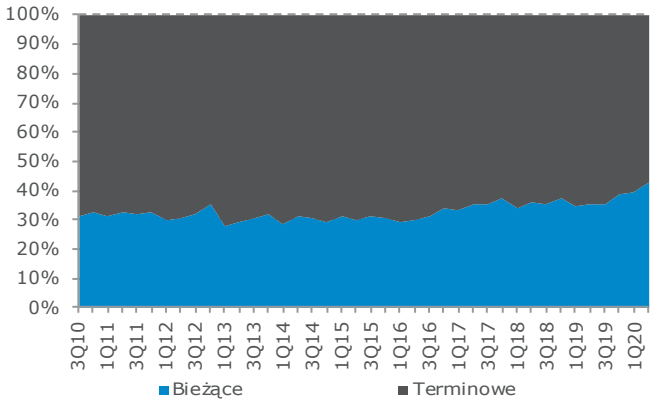
Pekao



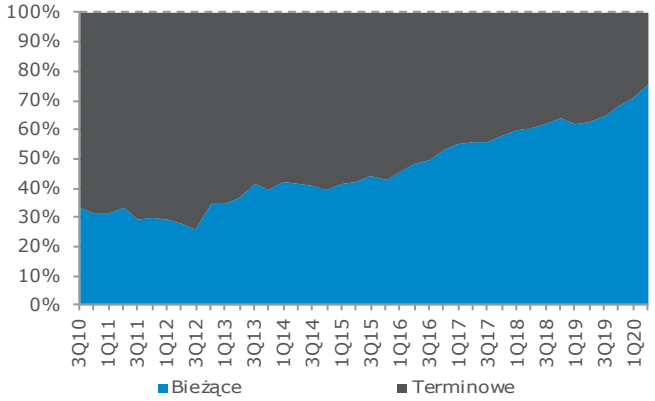
Santander



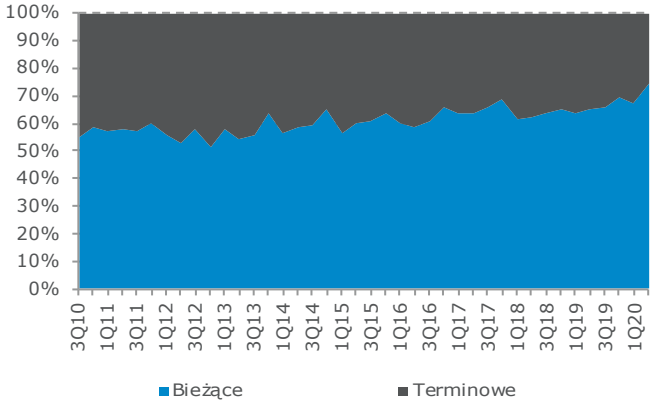
ING BSK



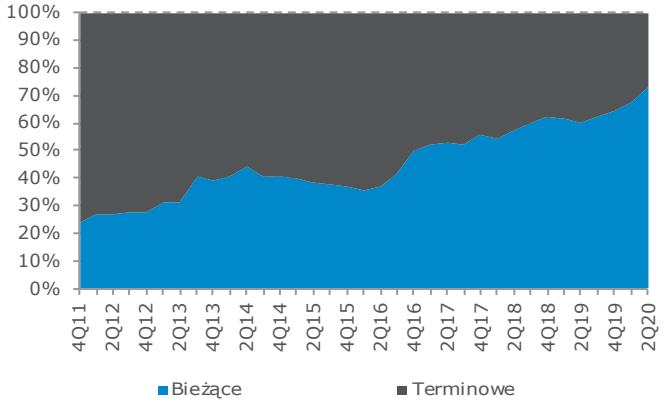
Millennium



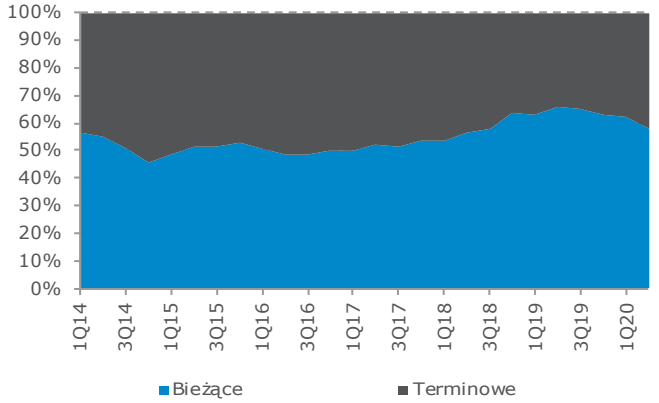
Handlowy



Alior Bank



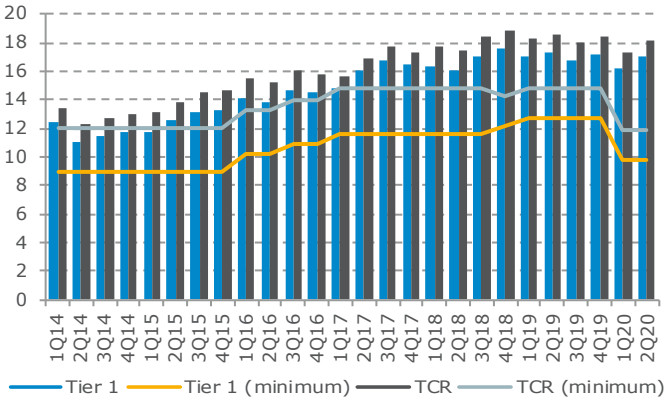
BNP Paribas



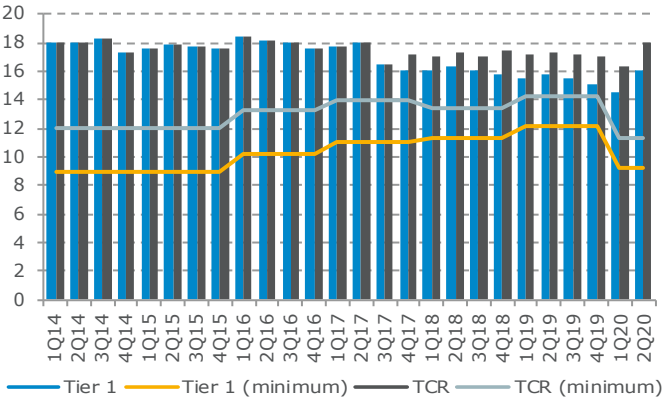
Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Współczynniki wypłacalności

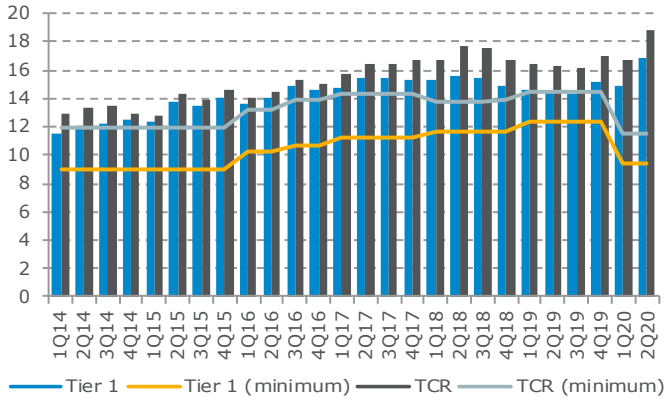
PKO BP



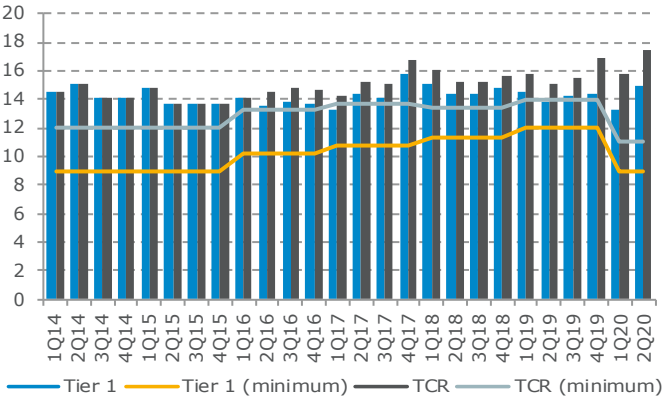
Pekao



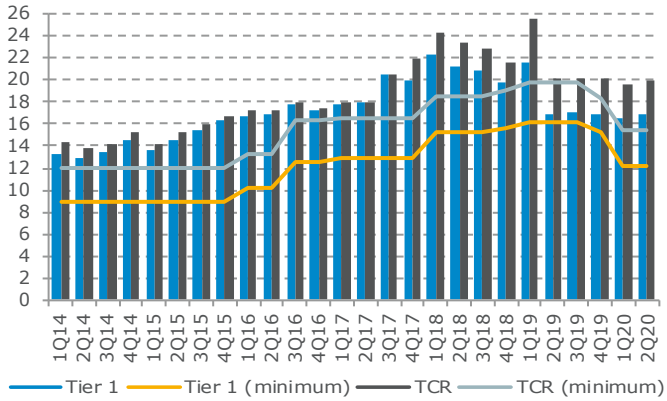
Santander



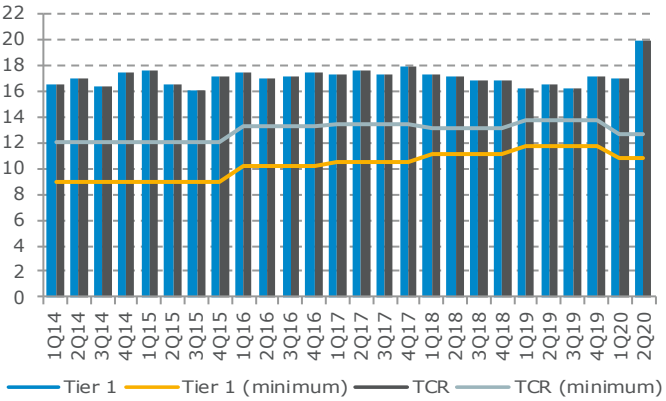
ING BSK



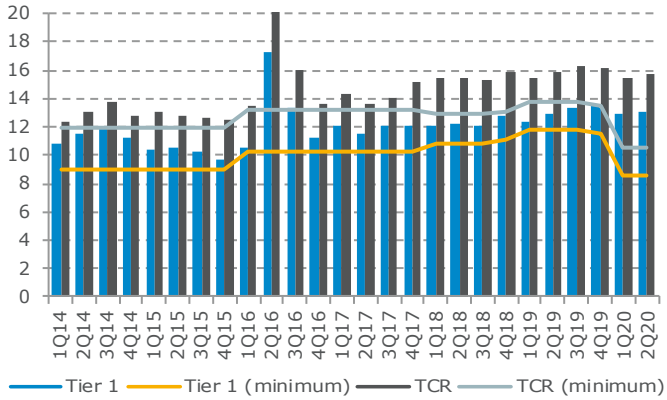
Millennium



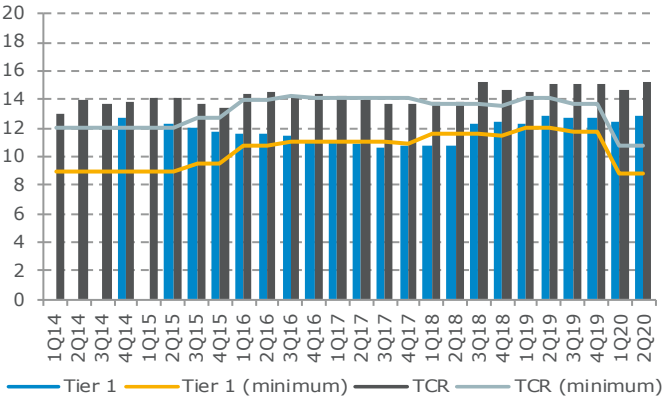
Handlowy



Alior Bank



BNP Paribas



Źródło: Biuro maklerskie mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje 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, Sygnity, 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, Sygnity, 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, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, 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: BOŚ, 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 Biuro maklerskie

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