

środa, 23 września 2020 | komentarz specjalny

Idea Bank – Skutki ewentualnej restrukturyzacji

Idea Bank (IDA PW)

Getin Noble Bank (GNB PW)

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

Sytuacja Idea Bank komplikuje się czego dowodem jest otwarty konflikt z kuratorem BFG, który m.in. sprzeciwia się sprzedaży Idea Money do Fundacji Jolanty i Leszka Czarneckiego. Idea nadal nie spełnia minimalnych wymogów CRR (nawet przy założeniu powodzenia emisji), a niskie środowisko stóp procentowych komplikuje program naprawczy. Dodatkowym problemem jest potwierdzony przez Ministra Sprawiedliwości i Prokuratora Generalnego wniosek aresztowania głównego akcjonariusza Leszka Czarneckiego. Jeżeli sąd zatwierdzi wniosek prokuratury to może zostać wystawiony europejski nakaz aresztowania, co skutecznie może utrudnić ewentualny spór prawny w przypadku mechanizmu przymusowej restrukturyzacji. I właśnie scenariusz przymusowej restrukturyzacji (resolution) dla Idea Bank wydaje nam się teraz najbardziej prawdopodobny. Idea Bank pokaże wyniki w czwartek 24 września i ze względu na obecne trendy należy oczekiwać straty, która pogłębi dodatkowo dziurę kapitałową. Niedobór kapitału nie zostanie również zamknięty przez zapowiedzianą emisję akcji, która jest za mała. Brak programu naprawczego akceptowanego przez kuratora oraz blokada wyprzedzący aktywów potwierdzają naszą tezę. W niniejszym raporcie analizujemy hipotetyczne skutki dla sektora wprowadzenia programu resolution w Idea Banku. Uważamy, że przymusowa restrukturyzacja może być kosztowna dla sektora zmniejszając zysk netto sektora w 2021 r. o 13%. Zagrożeniem jest też zachowanie klientów indywidualnych nie tylko Idea Banku, ale także powiązanego GNB. Przymusowa restrukturyzacja to potencjalnie zła informacja dla polskiego sektora na tle całego regionu. Polskie banki dociążone przez podatki bankowe, niskie środowisko stóp procentowych oraz odpisy na kredyty frankowe znaczenie wolniej będą odrabiali kryzys od swoich południowych sąsiadów. Naszymi top pick w regionie pozostają Erste oraz Moneta Money Bank.

Co to jest przymusowa restrukturyzacja (resolution)?

Aby wprowadzić procedurę bank musi spełnić trzy warunki:

1. podmiot jest zagrożony upadłością,
2. dostępne działania nadzorcze lub działania podmiotu nie pozwalają na usunięcie tego zagrożenia we właściwym czasie,
3. podjęcie działań jest konieczne w interesie publicznym.

W ramach przymusowej restrukturyzacji Fundusz przejmuje kontrolę nad zagrożonym podmiotem i może zastosować jeden lub kilka instrumentów szczegółowo opisanych w ustawie:

- przejęcie przedsiębiorstwa,
- instytucję pomostową,
- umorzenie lub konwersję zobowiązań podmiotu w restrukturyzacji,
- wydzielenie praw majątkowych.

W każdym przypadku, gdy niezbędne dla przeprowadzenia przymusowej restrukturyzacji jest wykorzystanie środków BFG, umarza się w części lub w całości akcje (lub udziały) podmiotu w celu pokrycia strat lub zamienia się na kapitał

wyemitowane przez ten podmiot instrumenty dłużne – w przypadku konieczności dokapitalizowania. Dzięki temu w pierwszej kolejności koszty przymusowej restrukturyzacji obciążają właścicieli i wierzycieli podporządkowanych podmiotu.

Dotychczas dwie restrukturyzacje

Przymusowa restrukturyzacja nie jest instrumentem nadużywanym i do tej pory była zastosowana dwa razy. W połowie stycznia 2020 r. BFG rozpoczął przymusową restrukturyzację Podkarpackiego Banku Spółdzielczego z siedzibą w Sanoku (PBS), zaś w ostatnim dniu kwietnia BFG rozpoczął przymusową restrukturyzację Banku Spółdzielczego w Przemkowie (BSP). W przypadku PBS, BFG wykorzystał powołany wcześniej bank pomostowy (Bank Nowy BFG), który przejął od PBS większość aktywów i zobowiązań od BFG. Niestety nie znamy kosztów restrukturyzacji, oprócz tego, że na dzień oszacowania bank miał ujemne kapitały w wysokości 183 mln PLN. W przypadku BSP aktywa i zobowiązania zostały włączone w skład SGB-Banku. Reakcja klientów obu banków była zgoła odmienna. Klienci PBS, których konta zostały zamrożone na kilka dni, po odmrożeniu swoich aktywów, zgodnie z medialnymi doniesieniami, zaczęli przenosić swoje depozyty z Banku Nowego BFG do innych instytucji. Klienci BSP nie doświadczyli zamrożenia środków, a przenoszenie depozytów do SGB-Banku nie zaburzyło działania bankowości elektronicznej oraz kart płatniczych, w efekcie do mediów nie dotarły obrazki kolejek przed oddziałami SGB-Banku. Chociaż są to tylko dwa przypadki, można wnioskować, że forma restrukturyzacji ma wpływ na zachowanie klientów.

Wiadome parametry restrukturyzacji w poszczególnych bankach

| (mln PLN) | PBS | BSP |
|----------------------|--------|-----------|
| Aktywa | b.d | 104,5 |
| Zobowiązania | b.d | 219,8 |
| Kapitały własne | -182,8 | -115,3 |
| Szacunkowy wkład BFG | b.d | 73,8/81,6 |

Źródło: BFG, mBank

Czy Idea Bank może być objęty przymusową restrukturyzacją?

Naszym zdaniem tak ponieważ spełnia wszystkie 3 przesłanki. Dodatkowo, ostatnio BFG odrzuca przedstawiane działania naprawcze proponowane przez Zarząd, co podkreśla brak wiary nadzorczy w poprawę sytuacji. Nadzorca uważa, że najlepszym rozwiązaniem byłoby podniesienie kapitału przez głównego akcjonariusza. Naszym zdaniem zaproponowane podniesienie kapitału przez bank (do 100 mln PLN) jest niewystarczające aby spełnić nawet minimalne wymogi CRR.

Sytuacja Idea Banku po Q1

W ciągu ostatnich kilku kwartałów Idea dość skutecznie zmniejszała bilans, co pozwoliło na częściowe zmniejszenie całkowitej ekspozycji na ryzyko, jednakże słabe wyniki i odpisy sprawiły, że kapitały banku kurczyły się jeszcze szybciej. W efekcie na koniec Q1, raportowany wskaźnik Tier 1 wyniósł 0,06%, zaś TCR 0,76%. Co więcej otoczenie gospodarcze (cięcie stóp procentowych, lockdown, pandemia) na pewno nie poprawiło wyników banku. Już na koniec marca

wskaźnik NPL w Idea Banku wyniósł 23,65%, co oznacza, że już na początku pandemii jakość portfela była słaba. Biorąc to pod uwagę, fakt, że Idea nadal zbiera depozyty dużo powyżej rynku (1,8% dla nowych klientów na 3 miesiące) oraz zakładając, że podobnie jak inne banki, Idea Bank zawiązywał dodatkowe rezerwy Covidowe w Q2, uważamy, że wyniki Q2 niosą ze sobą ryzyko spadku kapitałów banku poniżej zera.

Podniesienie kapitału zaproponowane przez bank

Idea Bank planuje prywatną emisję bez praw poboru od 12,5 mln akcji do 50 mln akcji po nominalnej cenie 2 PLN/akcję. Emisja podniesie kapitał banku maksymalnie o 100 mln PLN. Emisja musi zostać zaakceptowana przez NWZA. Naszym zdaniem emisja ma na celu głównie pokrycie strat, które mogą pojawić się w 2Q'20 i kolejnych kwartałach, tak aby bank nie odnotował ujemnych kapitałów. Emisja akcji w maksymalnym wymiarze poprawi jednostkowy współczynnik wypłacalności Tier1 do 2,8% (bazując na 1Q'20), a skonsolidowany do 1,1%, czyli nadal znacząco poniżej minimalnych wymogów CRR na poziomie 6%.

Przymusowa restrukturyzacja i dokapitalizowanie Idea Bank

Zakładając stan rzeczy z końca 1Q'20 oraz powodzenie emisji Idea Bank ma dziurę kapitałową współczynnika TCR na poziomie 633 mln PLN do poziomu wymaganego przez CRR oraz 886 mln PLN do poziomu KNF. Uważamy, że w ramach przymusowej restrukturyzacji najbardziej prawdopodobne jest dokapitalizowanie do wymogu CRR (633 mln PLN) przez BFG, a następnie powolne wygaszanie linii biznesowych banku. Jednocześnie uważamy, że środki które zostaną użyte na pomoc dla banku zostaną uzupełnione przez fundusz wraz z pobraniem składki w 1Q'21. Według naszej analizy, BFG teoretycznie nie potrzebuje aby uzupełniać środki po dokapitalizowaniu Idea Banku, ale powinien to zrobić w świetle obecnego kryzysu finansowego oraz nadchodzących potencjalnych upadłości innych podmiotów (część sektora po obniżce stóp generuje straty).

Brak kapitału do wymogów regulacyjnych

| (mln PLN) | Idea | GNB | Suma |
|----------------------|------|--------|--------|
| KNF | | | |
| CET 1 | -602 | -183 | -785 |
| Tier 1 | -754 | -836 | -1 590 |
| TCR | -886 | -1 167 | -2 053 |
| CRR + Filar 2 | | | |
| CET 1 | -349 | 751 | 402 |
| Tier 1 | -501 | 98 | -403 |
| TCR | -633 | -233 | -866 |
| CRR | | | |
| CET 1 | -349 | 1 028 | 679 |
| Tier 1 | -501 | 467 | -34 |
| TCR | -633 | 260 | -373 |

Źródło: mBank

Alior najbardziej dotknięty przez Idea Bank

W przypadku przymusowej restrukturyzacji Idea Banku oczekujemy wzrostu składki na restrukturyzację w 2021 r. o 40% R/R (tabela 1 na stronie 3). Jednocześnie bardzo widoczna nadpłynność sektora powinna spowodować wzrost składki na gwarancję depozytów o 16%. Zachowując udział banków w składce z 2020 r. oczekujemy, że największy wpływ na wyniki 2021 roku będzie w Alior Banku (19% zysku netto), Millennium (15%) oraz w Handlowym (12%), czyli w

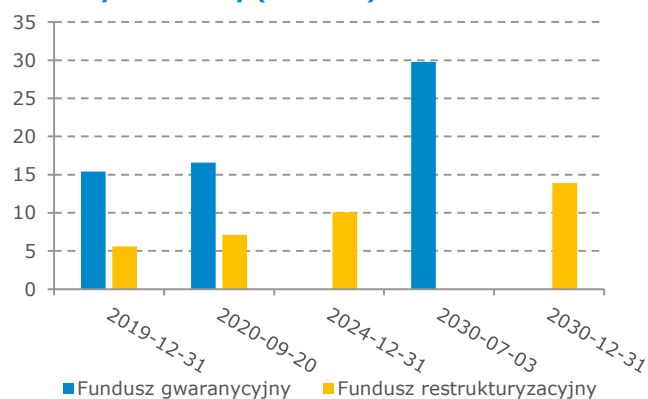
bankach z najniższym ROE. Wpływ na PKO, Pekao, Santander oraz w ING jest niższy, w przedziale 7%-9%.

Ile środków jest w kasie BFG?

Na koniec 2019 r. na kontach BFG znajdowało się 15,4 mld PLN środków w ramach funduszu gwarantowania depozytów banków oraz 5,6 mld PLN w ramach funduszu przymusowej restrukturyzacji banków. Od tego czasu zostało pobrane około ¾ składki za 2020 r. na gwarancje depozytów (1,18 mld PLN) oraz pełna składka na fundusz restrukturyzacji (1,6 mld PLN), co oznacza, że w kasie BFG w połowie września, uwzględniając znane, szacunkowe odpływy (BSP), powinno się znajdować około 16,59 mld PLN na gwarancje depozytów i 7,10 mld PLN na fundusz restrukturyzacji.

Według naszych szacunków obecnie wskaźnik zabezpieczenia depozytów wynosi około 1,77% (docelowo 2,6% w 2030.07), zaś wskaźnik finansowania przymusowej restrukturyzacji wynosi 0,76% (docelowo 1,2% na koniec 2030.12). Oznacza to, że przyjmując stały udział środków gwarantowanych w depozytach niefinansowych sektora bankowego (68%) oraz roczny wzrost depozytów na poziomie 2%, BFG do dat granicznych musiałoby zebrać, ceteris paribus, jeszcze 13,2 mld PLN na gwarancje depozytów i 6,78 mld PLN na restrukturyzację banków. Jeżeli chodzi o poziom minimalny dla funduszu przymusowej restrukturyzacji, to jego poziom został wyznaczony na 1% na koniec 2024 roku, co oznaczałoby konieczność zebrania, przy powyższych założeniach, 2,97 mld PLN w latach 2021-24.

Szacowane środki w BFG oraz ich wymagany poziom minimalny i docelowy (mld PLN)



Źródło: BFG, mBank

W scenariuszu pesymistycznym BFG nie da rady

Scenariusz pesymistyczny to przeprowadzenie resolution, a następnie masowe wypłacanie środków przez klientów banku. Panika klientów może doprowadzić do niekontrolowanego upadku banku i w konsekwencji wypłaty środków gwarantowanych BFG. Obecnie Idea Bank posiada 13,7 mld PLN depozytów klientów detalicznych. W skrajnym przypadku panika może zarazić też klientów GNB, który posiada obecnie 38,7 mld PLN depozytów detalicznych. Obecnie w BFG jest około 16,6 mld PLN na gwarancje depozytów. Scenariusz pesymistyczny został przetestowany przez BFG już w dwóch przypadkach. Jak pisaliśmy wcześniej, w przypadku zamrożenia kont, przy przymusowej restrukturyzacji, klienci reagowali znacznie bardziej nerwowo niż przy braku zakłóceń przy działaniu banku.

Uniknięcie sytuacji skrajnych

Z jednej strony Idea Bank od kwietnia 2019 r. zdołał obniżyć sumę depozytów indywidualnych o 2 mld PLN, co stanowi mniejsze ryzyko systemowe, ale z drugiej dziura kapitałowa się powiększyła. Uważamy, że największym problemem dla regulatora nie jest sytuacja Idea Bank, ale GNB, którego

klenci depozytowi są wrażliwi na złe informacje. Przykładem na to jest tzw. afera KNF, a w konsekwencji masowe wypłaty depozytów przez klientów GNB. Uważamy, że obawa rynku odnośnie kondycji GNB i ewentualnego run'u na bank przy zastosowaniu przymusowej restrukturyzacji wobec Idea oraz potwierdzenia wniosku aresztu dla głównego akcjonariusza, jest uzasadniona. Rozwiązaniem problemu dla regulatora jest zastosowanie podwójnej przymusowej restrukturyzacji lub przejście GNB przez inny podmiot. Zastosowanie resolution w przypadku GNB nie jest oczywiste ponieważ naszym zdaniem bank nie jest obecnie zagrożony upadłością przez co nie spełnia wszystkich przesłanek. Zastosowanie restrukturyzacji przez BFG groziłoby wieloletnim procesem wytoczonym przez głównych akcjonariuszy GNB. Z drugiej strony, wydzielenie przez BFG tzw. „bad bank z kredytami CHF” z GNB pozwoliłoby BFG na znacznie szybszą sprzedaż pozostałej części.

Ćwiczenie: Restrukturyzacja Idea oraz GNB i dokapitalizowanie do wymogów KNF (tabela 2)

W ćwiczeniu zakładamy mniej prawdopodobny scenariusz, restrukturyzacji Idea oraz GNB, a następnie dokapitalizowanie instytucji do wymogów KNF. Scenariusz mało prawdopodobny, ale możliwy jeśli KNF zdecyduje się na sprzedaż obu banków po przeprowadzeniu programu naprawczego. Uważamy, że koszt takiego działania to 2,1 mld PLN. Obciążenie sektora bankowego takim kosztem spowodowałoby spadek zysku netto o 33%, a najbardziej dotknięte znowu by były: Alior (47% zysku netto), Handlowy (37%) i Millennium (35%).

Tabela 1: Szacunek składki BFG na 2021 rok przy założeniu wzrostu składki na fundusz gwarancyjny o 16,5% (wzrost depozytów) oraz restrukturyzacji o 633 mln PLN (dokapitalizowanie Idea Bank do wymogów CRR)

| (mln PLN) | Rynek | PKO | PEO | SPL | ING | MIL | ALR | BHW |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Rok 2020 | | | | | | | | |
| fundusz gwarancyjny | 1 575 | 422 | 172 | 176 | 168 | 112 | 97 | 19 |
| restrukturyzacji | 1 600 | 296 | 208 | 227 | 124 | 58 | 65 | 84 |
| Razem | 3 175 | 718 | 380 | 403 | 293 | 170 | 162 | 103 |
| Rok 2021P | | | | | | | | |
| fundusz gwarancyjny | 1 835 | 491 | 200 | 205 | 196 | 130 | 113 | 22 |
| restrukturyzacji | 2 233 | 413 | 290 | 317 | 174 | 81 | 90 | 118 |
| Razem | 4 067 | 904 | 491 | 522 | 370 | 212 | 203 | 139 |
| Różnica składek 2020/21 | | | | | | | | |
| fundusz gwarancyjny | 260 | 69 | 28 | 29 | 28 | 18 | 16 | 3 |
| restrukturyzacji | 633 | 117 | 82 | 90 | 49 | 23 | 26 | 33 |
| Razem | 892 | 187 | 111 | 119 | 77 | 41 | 42 | 36 |
| Wzrost R/R (2020/21) | 28% | 26% | 29% | 29% | 26% | 24% | 26% | 35% |
| Oczekiwany przez nas ZN w 2021 r. | 6 968 | 2 455 | 1 439 | 1 240 | 1 076 | 259 | 203 | 296 |
| Udział wyższej składki BFG w ZN '21 | 12,1% | 7,1% | 7,3% | 9,1% | 6,7% | 14,7% | 19,0% | 12,1% |

Źródło: mBank

Tabela 2: Szacunek składki BFG na 2021 rok przy założeniu wzrostu składki na fundusz gwarancyjny o 16,5% (wzrost depozytów) oraz restrukturyzacji o 2,1 mld PLN (dokapitalizowanie Idea Bank i GNB do wymogów KNF)

| (mln PLN) | Rynek | PKO | PEO | SPL | ING | MIL | ALR | BHW |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Rok 2020 | | | | | | | | |
| fundusz gwarancyjny | 1 575 | 422 | 172 | 176 | 168 | 112 | 97 | 19 |
| restrukturyzacji | 1 600 | 296 | 208 | 227 | 124 | 58 | 65 | 84 |
| Razem | 3 175 | 718 | 380 | 403 | 293 | 170 | 162 | 103 |
| Rok 2021P | | | | | | | | |
| fundusz gwarancyjny | 1 835 | 491 | 200 | 205 | 196 | 130 | 113 | 22 |
| restrukturyzacji | 3 653 | 675 | 475 | 518 | 284 | 133 | 148 | 193 |
| Razem | 5 487 | 1 167 | 675 | 723 | 480 | 263 | 261 | 214 |
| Różnica składek 2020/21 | | | | | | | | |
| fundusz gwarancyjny | 260 | 69 | 28 | 29 | 28 | 18 | 16 | 3 |
| restrukturyzacji | 2 053 | 380 | 267 | 291 | 160 | 75 | 83 | 108 |
| Razem | 2 312 | 449 | 295 | 320 | 187 | 93 | 99 | 111 |
| Wzrost R/R (2020/21) | 73% | 63% | 78% | 79% | 64% | 55% | 61% | 108% |
| Oczekiwany przez nas ZN w 2021 r. | 6 968 | 2 455 | 1 439 | 1 240 | 1 076 | 259 | 203 | 296 |
| Udział wyższej składki BFG w ZN | 32,5% | 17,8% | 20,1% | 25,4% | 16,9% | 34,7% | 47,4% | 37,3% |

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 ekwiwalenty
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:

KUPIUJ – 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 sporządzenie 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.

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 *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, BGZ 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, NWA1 Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, 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, NWA1 Dom Maklerski, Pfeiderer 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 abonentową 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 szczególnej prognozy.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

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

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

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

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

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@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