

piątek, 22 stycznia 2021 | komentarz specjalny

Banki: Prognozy wyników 4Q'20

Banki, Polska

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

Ostatecznie oceniamy sezon wyników za 4Q'20 pozytywnie, chociaż na pierwszy rzut oka będzie on wyjątkowo trudny dla sektora. Uważamy, że najbardziej istotny jest kwartalny wzrost wyniku na działalności bankowej (+3,0% Q/Q) wspierany zarówno przez odbicie wyniku odsetkowego jak i przez rekordowo wysoki wynik prowizyjny. Wynik ten będzie kontynuowany także w kolejnych kwartałach 2021 roku, co może doprowadzić do pozytywnych rewizji konsensusu na tych liniach. Z drugiej strony nie można przemilczeć rekordowo wysokich rezerw na ryzyko prawne związanych z kredytami CHF (1 241,7 mln PLN). Tak wysokie rezerwy na „franki” w 4Q'20, odczytujemy nie tylko jako reakcję na falę nowych pozwów, ale przede wszystkim jako wykorzystanie i tak bardzo trudnego 2020 roku do zwiększenia rezerwy portfelowej. Co interesujące, poziom rezerw na kredyty CHF po 4Q może być bardzo zróżnicowany (od ponad 30% do niskich kilku procent), co może skutkować bardziej zdecydowanymi działaniami audytorów na koniec 2H'21. W przypadku rezerw ECL, zwanych również „covidowymi” uważamy, że banki będą bardzo heterogeniczne w swoim podejściu, a ich wysokość będzie uzależniona od dotychczasowego poziomu oraz możliwości RZiS. Jednocześnie zakładamy, że podstawowy CoR pozostanie na dotychczasowym niskim poziomie co wskazuje na nadal wysoką jakość aktywów w gospodarce. Podsumowując prognozujemy, że zysk netto spadnie o 37,6% Q/Q, ale powtarzalny zysk netto powinien być płaski, pomimo sezonowo wyższych kosztów operacyjnych. Przyglądając się poszczególnym bankom, in minus zwracamy uwagę na Millennium, który zanotuje kwartalną stratę netto, a in plus na Alior, gdzie brak znaczących dodatkowych rezerw pomoże stopniowo odbudowywać zaufanie inwestorów i znacząco podnieść konsensus. Dodatkowo, solidny kwartał powinien zaliczyć Bank Handlowy, co jest istotne w kontekście potencjalnej dywidendy w 2021 roku. Patrząc na oczekiwane wyniki z perspektywy 2021 roku, uważamy, że bez zdarzeń nadzwyczajnych (np. jednorazowy odpis na CHF), konsensus jest ustawiony za nisko, ale przestrzeń do wzrostu nie jest duża i powinna zależeć od rezerw na franki, czy skali obniżek opłat BFG. W kontekście powtarzalnych wyników ponownie podkreślamy, że wśród naszych top pick pozostaje Santander Bank Polska oraz Bank Pekao.

Prognozy wyniku netto poszczególnych banków

(mln PLN)	mBank	Q/Q	R/R	Konsensus*	Różnica
PKO BP	599	-16%	-17%	764	-22%
Pekao	329	-11%	-52%	335	-2%
Santander	138	-71%	-73%	220	-38%
ING	193	-56%	-57%	335	-42%
Millennium	-70	n.m.	n.m.	130	n.m
BNP Paribas	160	-31%	32%	156	3%
Handlowy	128	12%	-26%	-25	n.m.
Alior Bank	79	-3%	n.m	31	156%

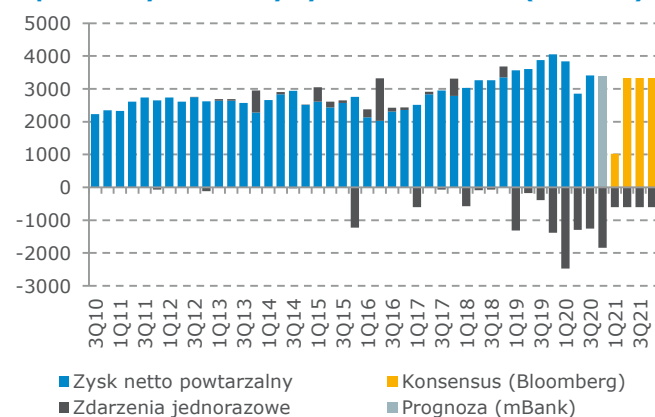
Źródło: mBank, Bloomberg, *Konsensus implikowany konsensusem rocznym

Kalendarium wyników

	Wyniki wstępne	Wyniki
Millennium	02.02.2021	22.02.2021
Santander	03.02.2021	23.02.2021
mBank	09.02.2021	03.03.2021
Handlowy	11.02.2021	26.03.2021
ING	12.02.2021	12.03.2021
PKO BP		17.02.2021
Alior Bank		26.02.2021
Pekao		27.02.2021
BNP Paribas		09.03.2021

Źródło: Banki

Implikowany kwartalny zysk netto sektora (mln PLN)

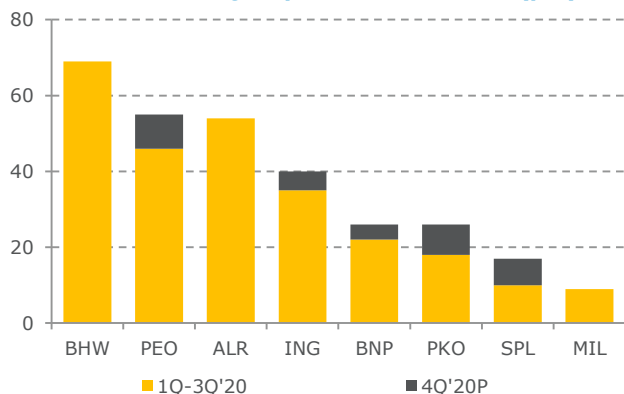


Źródło: Banki, mBank, Bloomberg

Kwartał pod znakiem dodatkowych rezerw

Chociaż dane NBP za październik i listopad nie wskazują na pogorszenie jakości aktywów to konsensusowo spodziewamy się, że wyniki 4Q'20 będą kształtowane przez rezerwy na COVID-19 oraz rezerwy CHF. Pogorszenie prognoz krótkoterminowych w związku z lockdownem oraz pandemiczną niepewnością sprawi, że chociażby z powodu zmian modelowych, w niektórych bankach koszty ryzyka powinny być wyższe. Z drugiej strony część sektora bankowego już na wiosnę przygotowywała się na drugą falę COVID-19 i utrudnienia w gospodarce, dlatego po dużych rezerwach w 1Q-3Q'20 ich dalsza skłonność do zawiązywania rezerw ECL jest ograniczona. Wśród banków, które nie zdecydują się na dodatkowe rezerwy wymieniamy Handlowego, który był do tej pory relatywnie najmocniej obrezerwowanym bankiem z tytułu COVID-19 oraz Millennium, aczkolwiek w tym przypadku brak rezerw ECL jest zastanawiający, biorąc pod uwagę stosunkowo niskie rezerwy do tej pory. Jeżeli chodzi o banki, które dorezerwują się najmocniej wymieniamy Santander, który dotychczas był mniej skory do zawiązywania dodatkowych rezerw oraz banki PKO i Pekao, które mają przestrzeń w RZiS na tego typu rezerwy.

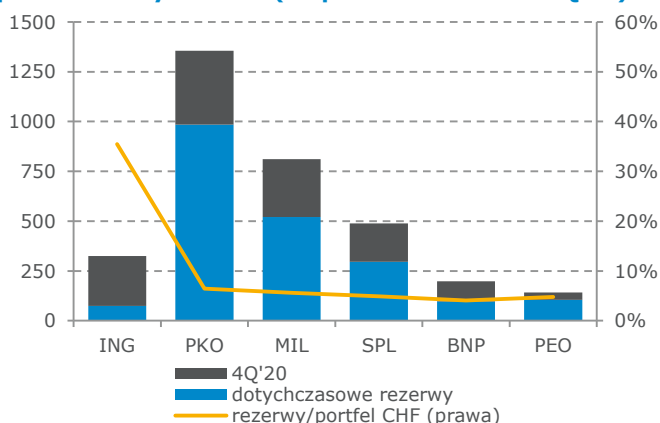
Szacowane dotychczasowe rezerwy na COVID-19 i nasze szacunki dla 4Q'20 przeliczone na CoR (p.b)



Źródło: mBank

Nie mniej ważne będą rezerwy na ryzyko prawne związane z kredytami CHF. W tym przypadku, mając na uwadze, że mamy do czynienia z zamknięciem roku i kwartałem audytowanym uważamy, że poziom dowiązania rezerw będzie zależeć nie tylko od wolumenu nowych pozwów, dotychczasowego stosunku zawiązanych rezerw do spornej kwoty, ale również chęci i możliwości zaksięgowania dodatkowych kosztów w ciężar i tak straconego 2020 roku. Stosunkowo największych rezerw spodziewamy się w Millennium (290 mln PLN), w przypadku którego ta pozycja będzie kluczowa dla wyniku 4Q'20. Wysokich rezerw frankowych spodziewamy się również w PKO (372 mln PLN) i w Santanderze (190 mln PLN). PKO ze względu na dotychczas dobre wyniki ma relatywnie duże możliwości jeżeli chodzi o dodatkowe obciążenia, zaś Santander w 1Q-3Q'20 w porównaniu do rynku zawiązywał mniej rezerw, dlatego 4Q'20 będzie okazją, żeby zbliżyć się do rynkowych średnich. Znane są rezerwy zawiązane przez BNP (101,7 mln PLN) oraz ING (250 mln PLN). W przypadku Pekao spodziewamy się rezerw na poziomie 36 mln PLN.

Rezerwy na CHF (mln PLN) i poziom obrezerwowania portfela kredytów CHF (na podstawie stanu z 3Q'20)



Źródło: mBank

Alior Bank

- Alior Bank zaraportuje wyniki 26 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto banku spadnie o 3% Q/Q do poziomu 79 mln PLN.
- Konsensus prognoz na 4Q jeszcze nie został opublikowany, ale implikowany z prognoz rocznych wskazuje, że nasza prognoza jest wyższa od oczekiwań rynku aż o 148%.
- Oczekujemy, że bank w 4Q pokaże płaski wynik odsetkowy Q/Q oraz rosnący wynik z prowizji (+1,5% Q/Q). Całkowite dochody zostaną wsparte też przez wynik handlowy, a w tym rewaluację akcji Visa.

- Po stronie kosztów operacyjnych i odpisów oczekujemy płaskich wyników Q/Q. Koszt ryzyka powinien kształtować się na poziomie około 190 p.b. w kwartale.
- **Podsumowując uważamy, że Alior zaraportuje pozytywne wyniki, które również powinny spowodować wzrost konsensusu na 2021 rok, szczególnie biorąc pod uwagę niższe opłaty BFG.**

Alior Bank: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	682	683	0%	-9%
Wynik prowizyjny	172	169	1%	4%
WNDB	914	913	0%	-11%
Koszty operacyjne	-400	-408	-2%	13%
Saldo rezerw	-298	-291	3%	-13%
Zysk netto	79	82	-3%	n.m

Źródło: Alior Bank, mBank

BNP Paribas Polska

- BNP Paribas Bank Polska opublikuje wyniki 9 marca.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 159,9 mln PLN, czyli spadnie o 31% Q/Q, ale też wzrośnie o 32% R/R.
- Z jednej strony wyniki za 4Q'20 będą pod negatywnym wpływem odpisów na kredyty CHF (101,7 mln PLN) oraz rezerw na zwolnienia grupowe (c.41 mln PLN), a z drugiej pod pozytywnym wpływem rewaluacji udziału w Visa (+c.20 mln PLN).
- Nasza prognoza jest o 3% wyższa od implikowanego dla 4Q'20 wyniku z całorocznych prognoz rynku (źródło: Bloomberg). Niemniej jednak uważamy, że konsensus całoroczny nie uwzględni rezerw na zwolnienia całoroczne, przez co wyniki pozytywnie zaskakują na liniach przychodowych i podstawowym koszcie ryzyka.
- Oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego w 4Q (+1% Q/Q) oraz spadku wyniku prowizyjnego (-8% Q/Q), ale głównie ze względu na wystąpienie pozytywnych zdarzeń jednorazowych w 3Q'20.
- Wynik handlowy (+28% Q/Q) powinien zostać wsparty przez mocny wynik na papierach i FX oraz dodatkowo na rewaluacji akcji Visa.
- Oczekujemy, że koszty operacyjne wzrosną o 9% ze względu na sezonowość oraz zaksięgowanie jednorazowej rezerwy na zwolnienia grupowe (41 mln PLN)
- **Jeżeli wyniki będą zgodne z naszymi prognozami to oceniamy je pozytywnie szczególnie, że uwiarygadniają naszą prognozę na 2021 rok, która jest obecnie 21% wyższa niż konsensus.**

BNP Paribas Polska: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	747	739	1%	-7%
Wynik prowizyjny	231	251	-8%	11%
WNDB	1 245	1 205	3%	0%
Koszty operacyjne	624	571	9%	-17%
Saldo rezerw	128	95	35%	27%
Zysk netto	160	232	-31%	32%

Źródło: BNP Paribas Polska, mBank

Santander Bank Polska

- Santander Bank Polska opublikuje wstępne wyniki 3 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto banku spadnie do 137,7 mln PLN, -71% Q/Q i -73% R/R.
- Wyniki znajdują się pod negatywnym wpływem rezerwy na kredyty CHF, którą szacujemy na 192 mln PLN, kolejnej rezerwy ECL (około 100 mln PLN) oraz rezerwy na zwolnienia grupowe w wysokości 120 mln PLN. Bez zdarzeń jednorazowych wynik netto Santander wyniósłby 508 mln PLN.

- Oczekujemy solidnej strony przychodowej w kwartale wspartej przez rosnący wynik odsetkowy (+1,5% Q/Q), nadal mocny wynik prowizyjny (+1% R/R) wsparty przez rynki kapitałowe oraz silny wynik handlowy wsparty przez wynik na akcjach Visa.
- Z drugiej strony oczekujemy, że strona kosztowa zostanie podwyższona przez rezerwę na zwolnienia grupowe a po stronie salda rezerw bank wykorzysta 4Q do tworzenia rezerw na przyszłe procesy sądowe czy wzrost wskaźnika NPL (łącznie 410 mln PLN brutto dodatkowych rezerw).
- **Pomimo niskiego wyniku netto w kwartale oceniamy kwartał lekko pozytywnie. Zwracamy uwagę na relatywnie silną stronę przychodową, która będzie też wspierać bank w 2021 roku.**

Santander Bank Polska: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1 403	1 383	1%	-15%
Wynik prowizyjny	547	553	-1%	1%
WNDB	2 130	2 134	0%	-11%
Koszty operacyjne	-995	-875	14%	7%
Saldo rezerw	-474	-359	32%	80%
Zysk netto	138	480	-71%	-73%

Źródło: Santander Bank Polska, mBank

Bank Handlowy

- Bank Handlowy opublikuje wyniki wstępne 11 lutego.
- Spodziewamy się, że zysk netto wyniesie 128,0 mln PLN, czyli wzrośnie o 12% Q/Q, ale spadnie 26% R/R.
- Zgodnie z naszymi prognozami wynik nie powinien być zanieczyszczony zdarzeniami jednorazowymi.
- Oczekujemy wzrostu marży odsetkowej (do średnich aktywów) o 10 p.b., zwracamy jednak uwagę, że w 3Q'20 wynik odsetkowy był obciążony przez tzw. „małe TSUE” w wysokości 17 mln PLN, po korekcie NIM byłby płaski Q/Q. W rezultacie, biorąc pod uwagę dalszy spadek wolumenów Q/Q, spodziewamy się wyniku odsetkowego netto na poziomie 225,2 mln PLN, czyli +5,4% Q/Q, ale -24,0% R/R.
- Wynik prowizyjny powinien się utrzymać na poziomie zbliżonym do 3Q'20, zakładamy spadek o 1% w ujęciu kwartalnym. Z jednej strony na wyniki będą wpływać mniejsze wolumeny transakcji, ale z drugiej mamy do czynienia z podwyżkami w TOiPach dla klientów detalicznych, oprócz tego cały czas utrzymuje wysoka aktywność jeżeli chodzi o obsługę klientów korporacyjnych.
- Jeżeli chodzi o wynik z działalności skarbcowej i FX, to oczekujemy znaczącej poprawy względem 3Q'20, +35% Q/Q i +11,7% R/R. W tym kwartale, oprócz dobrego wyniku z rynków FX, powinniśmy zaobserwować zwiększone wpływy ze sprzedaży obligacji.
- W kosztach nic szczególnego się nie wydarzyło, a kwartalny wzrost o 2,5% w większości przypisujemy do rozwiązanej rezerwy urlopowej w 3Q'20.
- Po stronie kosztów ryzyka, spodziewamy się normalnego kwartału, tzn. CoR na poziomie 50 p.b., co oznacza saldo rezerw na poziomie 24,5 mln PLN. Handlowy nie powinien dowiązywać rezerw ECL w tym kwartale.
- **Materializację naszych prognoz ocenilibyśmy pozytywnie. Uważamy, że Handlowy może być wśród banków, które wypłacą dywidendę w 2H'21, dlatego wynik, który podwyższa naszą implikowaną prognozę na 2020 o 19% oceniamy na plus.**

Handlowy: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	225	214	5%	-24%
Wynik prowizyjny	136	137	-1%	0%
WNDB	500	440	14%	-9%
Koszty operacyjne	278	271	2%	1%
Saldo rezerw	25	-25	n.m.	24%
Zysk netto	128	115	12%	-26%

Źródło: Bank Handlowy, mBank

ING BSK

- ING wyniki wstępne zaraportuje 12 lutego
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 193 mln PLN, co oznacza spadek o 57% R/R i 56% Q/Q.
- Zakładamy, że oprócz rezerw na CHF (250 mln PLN), wyniki będą obciążone rezerwami na COVID-19 (70 mln PLN)
- W przychodach oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego (1% Q/Q), który z jednej strony będzie pod wpływem końca repcingu po stronie depozytów, a z drugiej strony znacznie doczuwać spadek rentowności portfela papierów wartościowych. Prognozujemy spadek przychodów z prowizji (-5,5% Q/Q) głównie ze względu na słabszy wynik z działalności maklerskiej oraz kart.
- Zakładamy spadek kosztów operacyjnych o 2,4% Q/Q co jest głównie podyktowane podwyższeniem kosztów osobowych w 3Q ze względu na urealnienie rezerwy na część zmienną wynagrodzenia.
- Zakładamy, że podstawowe koszty ryzyka wyniosą około 40 p.b., zaś rezerwy ECL to dodatkowe 20 p.b.
- **Wzrost rezerw na CHF jest zaskakujący i kluczowy dla wyników w 4Q. Uważamy, że tak znaczące rezerwy mogą być sygnałem, że ING poważnie zastanawia się nad propozycją KNF w sprawie kredytów frankowych.**

ING BSK: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1 147	1 136	1%	3%
Wynik prowizyjny	372	394	-6%	8%
WNDB	1 558	1 548	1%	5%
Koszty operacyjne	-651	-667	-2%	10%
Saldo rezerw	-190	-125	51%	22%
Zysk netto	193	440	-56%	-57%

Źródło: ING BSK, mBank

Bank Millennium

- Bank Millennium zaraportuje wstępne wyniki za 4Q'20 2 lutego 2021 roku.
- Oczekujemy, że Bank Millennium w 4Q'20 poniesie stratę netto w wysokości 70 mln PLN wobec zysku netto w 3Q'20 i 4Q'19. Konsensus implikowany z prognoz rocznych (źródło Bloomberg) wskazuje, że rynek oczekuje zysku netto na poziomie 129 mln PLN.
- Zakładamy, że główną przyczyną straty będą rezerwy na kredyty CHF, które zakładamy na poziomie 290 mln PLN.
- Szacujemy wynik odsetkowy w 4Q'20 na 625 mln PLN czyli płasko Q/Q ale -10% R/R. Zakładamy również płaski bilans oraz marżę odsetkową.
- W pozostałym wyniku poza odsetkowym pozytywnie w 4Q'20 wyróżni się wynik prowizyjny, który szacujemy na 194 mln PLN czyli +8% Q/Q i 6% R/R. Dodatkowo oczekujemy pozytywnej kontrybucji wyniku handlowego (+20% Q/Q) wspartego przez rewaluację akcji Visa.
- Oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych w kwartale (410 mln PLN) gdzie niższe koszty osobowe zostaną zrównoważone przez pozostałe koszty administracyjne.

- Ze względu na dobrą jakość aktywów oczekujemy spadku podstawowego kosztu ryzyka z 148 mln PLN w 3Q'20 do 134 mln PLN w 4Q'20. Z drugiej strony oczekujemy, że Bank Millennium więcej niż podwoi rezerw kwartalnych na kredyty CHF do poziomu 290 mln PLN.
- Oczekujemy negatywnej reakcji rynku na wyniki. Zwracamy uwagę, że prognozy rynku były zbyt optymistyczne dla całego 2020 roku. Jesteśmy również lekko rozczarowani wynikiem odsetkowym, który miał odbić w 4Q'20. Obecna cena rynkowa Banku Millennium znajduje się znacząco powyżej naszej ceny docelowej na poziomie PLN 2,88 na akcję. Uważamy, że biorąc pod uwagę perspektywę wyników taka premia jest obecnie nieuzasadniona.**

Bank Millennium: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	625	624	0%	-10%
Wynik prowizyjny	194	180	8%	6%
WNDB	942	908	-4%	-4%
Koszty operacyjne	-410	-412	1%	-16%
Saldo rezerw	-134	-148	-10%	91%
Zysk netto	-70	60	n.m.	n.m.

Źródło: Bank Millennium, mBank

Bank Pekao

- Bank Pekao przedstawi wyniki kwartalne 25 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto w 4Q'20 wyniesie 328,6 mln PLN, czyli -11% Q/Q oraz -52% R/R.
- Oczekujemy, że Bank Pekao w 4Q'20 zawiąże 140 mln PLN dodatkowych rezerw ECL oraz 36 mln PLN na kredyty CHF.
- Po stronie przychodowej oczekujemy lekkiego spadku wyniku odsetkowego (-1% Q/Q), który zostanie w pełni zrekomensowany przez wzrost po stronie wyniku prowizyjnego (+5% Q/Q).
- Zgodnie z sektorowymi trendami oczekujemy silnego wyniku na działalności handlowej (+128% Q/Q).
- Oczekujemy sezonowości po stronie kosztów operacyjnych (+5% Q/Q).
- Podsumowując, odbieramy kwartał neutralnie. Z jednej strony negatywnie odbieramy brak poprawy wyniku odsetkowego, ale z drugiej doceniamy silny wzrost wyniku prowizyjnego. Zwracamy też uwagę na wysokie rezerwy ECL, które w przypadku braku znaczącego osłabienia gospodarki w 2021 roku będą mogły zostać rozwiązane.**

Bank Pekao: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1191	1203	-1%	-16%
Wynik prowizyjny	625	595	5%	-5%
WNDB	1899	1829	4%	-15%
Koszty operacyjne	-892	-849	5%	1%
Saldo rezerw	-330	-253	30%	68%
Zysk netto	329	371	-11%	-52%

Źródło: Bank Pekao, mBank

PKO BP

- PKO BP zaraportuje wyniki kwartalne 17 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 599 mln PLN czyli -16% Q/Q i -17% R/R.
- Znaczący wpływ na kwartał będą miały rezerwy ECL (tzw. „na COVID-19”) w wysokości około 200 mln PLN oraz na kredyty CHF w wysokości 373 mln PLN.
- Po stronie przychodowej oczekujemy stabilnego wyniku odsetkowego Q/Q oraz dalszego wzrostu wyniku prowizyjnego (+3% Q/Q i +5% R/R).
- Wyjątkowo silny powinien być również wynik handlowy wsparty przez FX oraz rewaluację udziału w spółce Visa.
- Koszty operacyjne powinny zanotować lekki sezonowy wzrost na poziomie +5% Q/Q chociaż warto zauważyć ich spadek o prawie 7% R/R.
- Saldo rezerw dotknięte będzie przez rezerwy ECL oraz CHF o łącznej kwocie 573 mln PLN. Wyłączając zdarzenia jednorazowe koszt ryzyka powinien być stabilny Q/Q co wskazuje na nadal dobrą jakość aktywów.
- Oceniamy wyniki pozytywnie szczególnie ze względu na bardzo silną stronę przychodową, a w tym wynik prowizyjny. Pozytywne trendy powinny być również kontynuowane w 2021 roku, co może przełożyć się na podwyżki konsensusu. Brak znaczącego wzrostu rezerw na CHF również odczytujemy pozytywnie ponieważ wskazuje na stabilną sytuację w tym obszarze.**

PKO BP: Prognoza wyników za 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	3Q'20	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	2 449	2 442	0%	-7%
Wynik prowizyjny	1 022	992	3%	5%
WNDB	3 715	3 599	3%	-3%
Koszty operacyjne	-1 423	-1 359	5%	-7%
Saldo rezerw	662	441	50%	108%
Zysk netto	599	712	-16%	-17%

Źródło: PKO BP, 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:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 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, Sygnyty, 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/analiza_i_rynek/analiza_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, Sygnyty, 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 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, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOS, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., 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, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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/analiza_i_rynek/analiza_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 w 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.
Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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