mBank Biuro maklerskie

mBank.pl

poniedziałek, 25 października 2021 | komentarz specjalny

Banki: prognozy wyników 3Q'21

Banki, CEE

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

Odbieramy wyniki za 3Q'21 pozytywnie. Polskie banki w większości zaprezentują się zgodnie z oczekiwaniami, które przedstawiliśmy w naszym raporcie z września. 4Q powinien być zdecydowanie bardziej emocjonujący. Wynik prowizyjny cały czas pokazuje dwucyfrową dynamikę R/R (+12%), a saldo rezerw pozostaje niskie. Co ważne odbicie w wyniku odsetkowym jest już zauważalne Wreszcie też widać odbicie wyniku odsetkowego zarówno w ujęciu rocznym (+4%) jak i kwartalnym (+2%), przez co prognozujemy, że po 9M'21 agregat banków zrealizuje 75% naszej rocznej prognozy na NII (bieżąca prognoza nie uwzględnia podwyżek stóp w 2021). Koszty zaczynają rosnąć, co jest pochodną presji inflacyjnej, jak i ogólnej normalizacji kosztów po szczególnym 2020 roku. Rezerwy na kredyty frankowe szacujemy na poziomie 950 mln PLN, co oznaczałoby wykonanie 41% naszej prognozy rocznej na tej linii – spodziewamy się dużo większych rezerw CHF w 4Q. Wyłączając odpisy na kredyty frankowe spodziewamy się, że banki w Polsce zrealizowały 79% naszej prognozy rocznej na zysk netto, co jest wynikiem dobrym biorąc pod uwagę, że 1Q jest sezonowo najsłabszym kwartałem. Oczywiście niespodziewany ruch RPP sprawił, że nasze dotychczasowe prognozy mogą okazać się za niskie. Na poziomie poszczególnych banków doceniamy wyniki Aliora (103% prognozy rocznej po 9M'21) za relatywnie niskie saldo rezerw oraz Pekao (95% prognozy rocznej) i PKO (78% prognozy rocznej) za mocne linie przychodowe. Po drugiej stronie cały czas stoi Bank Handlowy, który bez odnowienia portfela obligacji będzie miał dziurę w wyniku odsetkowym oraz wyższy podatek bankowy. Podkreślamy cały czas niski poziom kosztów ryzyka. Nie spodziewamy się, żeby wyniki były jakimś szczególnym katalizatorem, oczy rynku będą raczej zwrócone w kierunku kolejnych ruchów ze strony RPP.

W bankach zagranicznych szczególnie w oczy rzuca się niski poziom salda rezerw, w tym przypadku przede wszystkim zwracamy uwagę na Monetę, która dzięki rozwiązaniom rezerw netto powinna pokazać zysk netto przekraczający 1 mld CZK. W Erste może się rzucać w oczy spadek NII, ale jest to związane z pozytywnym efektem TLTRO III, którego brakuje w 3Q. W RBI oczekujemy 40 mln EUR rezerw na ryzyko prawne związane z polskim portfelem kredytów CHF.

Kalendarz wyników

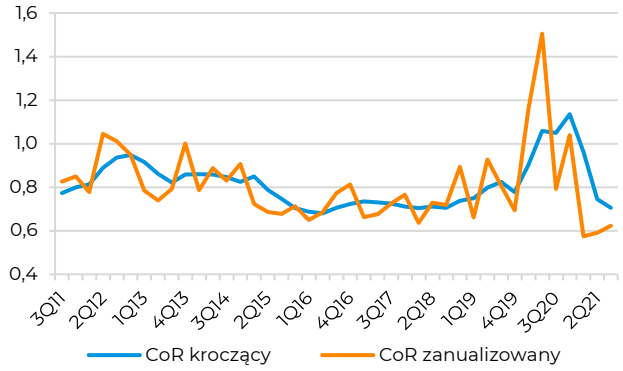
Bank	Data
Alior Bank	27 października
BNP Paribas Bank Polska	9 listopada
Bank Handlowy	9 listopada
ING BSK	4 listopada
Bank Millennium	26 października
Bank Pekao	4 listopada
PKO BP	5 listopada
Santander Bank Polska	27 października
Erste Group	2 listopada
RBI	3 listopada
Komercni Banka	4 listopada
Moneta Money Bank	29 października
OTP Bank	5 listopada

Źródło: Banki, mBank

Jakość kredytów w Polsce pozostaje wysoka

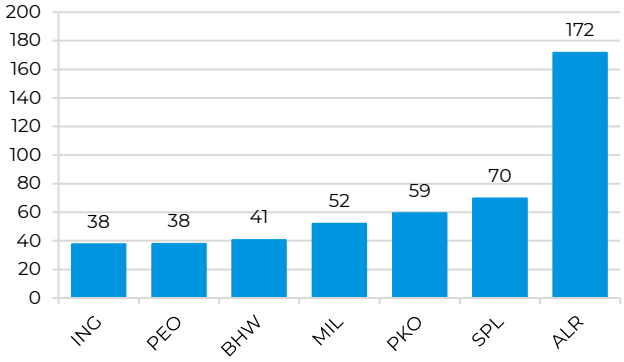
Pomimo, że prognozujemy wzrost kosztów ryzyka, saldo rezerw cały czas powinno utrzymywać się na niskich poziomach. Wg danych NBP za sierpień poziom NPL wynosił 6,4%, co wskazuje na utrzymanie wysokiej jakości aktywów. Oczywiście, po kilku kwartałach wycofania, banki zaczęły mocniej sprzedawać portfele kredytów niepracujących, ale nawet bez tego koszty ryzyka byłyby zaskakująco niskie. Dla agregatu analizowanych przez nas banków przewidujemy, że CoR wyniesie 59 p.b., a liderami w kwestii kosztów ryzyka powinny być Pekao i ING (38 p.b.) oraz BNP (39 p.b.). Z drugiej strony oczywiście Alior (172 p.b.), ale dla tego banku byłby relatywnie niski poziom CoR, sugerujący że nasza wypadkowa prognoza kosztów ryzyka na 4Q'21 dla tego banku może być nazbyt konserwatywna.

Koszty ryzyka w agregacie analizowanych przez nas banków polskich



Źródło: mBank

Prognozowany koszty ryzyka 3Q'21



Źródło: mBank

Alior Bank

- Alior Bank zaraportuje wyniki 27 października.
- Oczekujemy, że zysk netto banku wzrośnie o 3% Q/Q do poziomu 127,9 mln PLN.
- Oczekujemy, że bank w 3Q pokaże 5% wzrost wyniku odsetkowego w ujęciu Q/Q przede wszystkim dzięki mniejszemu negatywnemu wpływowi tzw. „małego TSUE".
- Wynik prowizyjny powinien rosnąć na coraz lepszej transakcyjności.
- Ponownie pozytywnie w kwartale zaskoczy koszt ryzyka, który powinien być płaski Q/Q (170 p.b.), co jest wynikiem poniżej historycznej średniej, co daje nadzieję na zmianę komunikacji dla tej linii.

- Podsumowując uważamy, że Alior zaraportuje dobre wyniki, które nawet bez podwyżek stóp procentowych w 4Q'21 powinny prowadzić do wzrostu konsensusu.

Alior Bank: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	699	667	5%	2%	75%
wynik prowizyjny	191	183	4%	13%	77%
WNDB	950	917	4%	4%	76%
koszty operacyjne	-406	-379	7%	0%	75%
saldo rezerw	-272	-266	2%	-7%	62%
zysk netto	128	124	3%	56%	103%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

BNP Paribas Bank Polska

- BNP Paribas Bank Polska zaraportuje wyniki 9 listopada.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 142 mln PLN, czyli wzrośnie o 7% Q/Q i spadnie 39% R/R.
- Wynik będzie obciążony przez rezerwy na ryzyko prawne związane z kredytami CHF, w sumie w wysokości 202 mln PLN.
- Spodziewamy się wzrostu głównych linii przychodowych. Wynik odsetkowy powinien rosnąć (+3% Q/Q) dzięki rosnącym wolumenom oraz dłuższemu kwartałowi. Lepsza transakcyjność znajdzie swoje odzwierciedlenie w wyniku prowizyjnym (+4% Q/Q).
- Koszty zanotują wzrost (+3% Q/Q) w związku z brakiem rosnąca presją inflacyjną oraz rosnącymi kosztami obsługi prawnej postępowań dotyczących kredytów CHF.
- Spodziewamy się wzrostu salda rezerw o 11% Q/Q, jednak nadal to będzie relatywnie bardzo dobry wynik wskazujący na CoR na poziomie około 39 p.b.
- Dobre wyniki BNP będą przykryte przez wysokie rezerwy frankowe, chociaż wskazujemy, że wg naszych prognoz BNP zawiązał już 84% rezerw na ryzyko prawne związane z kredytami CHF, co teoretycznie może oznaczać znaczną poprawę na tej linii w 4Q.

BNP Paribas Bank Polska: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	782	759	3%	6%	76%
wynik prowizyjny	260	250	4%	3%	76%
WNDB	1 289	1 231	5%	7%	76%
koszty operacyjne	-489	-474	3%	2%	63%
saldo rezerw	-79	-71	11%	-17%	65%
rezerwy CHF	-202	-187	8%	406%	84%
zysk netto	142	132	7%	-39%	68%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Bank Handlowy

- Bank Handlowy zaraportuje wyniki 9 listopada.
- Szacujemy, że zysk netto Banku Handlowego wyniesie 74 mln PLN, co oznacza wzrost o 2% Q/Q i spadek 35% R/R.
- Bank cały czas nie odnowił portfela obligacji przez co nadal widnieje dziura w NII.
- Po stronie przychodowej oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 2% Q/Q, co jest pochodną dłuższego kwartału.
- Wynik prowizyjny dzięki sezonowo lepszej transakcyjności w okresie letnim powinien wzrosnąć 3% Q/Q. Na działalności skarbcowej zakładamy poprawę i tak mocnego wyniku z FX. Co sumarycznie składa się na wzrost przychodów o 3% Q/Q.
- W kosztach zaobserwujemy sezonowy spadek związany z rozwiązywaniem rezerwy urlopowej, poza tym presja inflacyjna wydaje się być niższa niż winnych bankach.
- Koszty ryzyka dalej będą się utrzymywać na niskim poziomie, szacujemy je na 41 p.b., co przełoży się na saldo rezerw na poziomie 19 mln PLN.
- Niespodziewana podwyżka stóp procentowych może być szansą na szybszą poprawę rentowności części detalicznej Banku Handlowego. Dodatkowo zwracamy uwagę, że Handlowy cały czas nie odnowił portfela papierów wartościowych co stanowi upside na przyszłości zarówno na poziomie NII, jak i w postaci potencjalnie niższego podatku bankowego.

Bank Handlowy: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	171	168	2%	-20%	75%
wynik prowizyjny	155	151	3%	13%	78%
WNDB	434	420	3%	-1%	78%
koszty operacyjne	-276	-282	-2%	2%	74%
saldo rezerw	-19	-10	94%	n.m	42%
zysk netto	74	73	2%	-35%	88%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

ING BSK

- ING wyniki zaraportuje wyniki 4 listopada.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 522 mln PLN, co oznacza wzrost o 19% R/R i spadek 15% Q/Q.
- W przychodach oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego (1% Q/Q), który będzie korzystać z dłuższego kwartału i wzrostu wolumenów, ale będzie odczuwał spadek rentowności portfela papierów wartościowych. Zakładamy, że prowizje spadną 1% Q/Q, oczekując że słabszy wynik działalności maklerskiej będzie silniejszy niż wzrost opłat za prowadzenie rachunków. W efekcie spodziewamy się, że WNDB będzie płaski Q/Q.
- OPEX powinien rosnąć w miarę kontynuacji projektów rozwojowych.
- Zakładamy, że podstawowe koszty ryzyka wyniosą około 38 p.b. Kwartalny wzrost jest związany z brakiem sprzedaży NPL i brakiem pozytywnego wpływu ze zmian parametrów w modelach ryzyka. Jakość portfela cały czas powinna utrzymywać się na wysokim poziomie.
- Spodziewamy się solidnych, czystych od istotnych zdarzeń jednorazowych, wyników.

ING BSK: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 186	1 175	1%	4%	75%
wynik prowizyjny	452	456	-1%	15%	74%
WNDB	1 651	1 652	0%	7%	74%
koszty operacyjne	-699	-692	1%	5%	76%
saldo rezerw	-129	-19	576%	3%	61%
rezerwy CHF	0	0	n.m.	n.m.	0%
zysk netto	522	615	-15%	19%	79%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Bank Millennium

- Millennium wyniki zaraportuje 26 października.
- Spodziewamy się straty netto na poziomie 320 mln PLN.
- Wyniki będą obciążone rezerwą na ryzyko prawne związane z kredytami frankowymi w wysokości 526 mln PLN oraz kosztami ugód CHF, które szacujemy na dodatkowe 100 mln PLN.
- Spodziewamy się 2% dynamiki NII Q/Q, ale również 2% spadku wyniku prowizyjnego ze względu na wyższe koszty prowizji. To w połączeniu ze wspomnianymi kosztami ugód i słabszym tradingiem oznacza prognozowany spadek WNDB o 7% Q/Q.
- W 3Q'21 spodziewamy się wzrostu OPEXu, ale jest to głównie związane z brakiem pozytywnych zdarzeń jednorazowych, które miały miejsce w 2Q. Baza rośnie w tempie 1%.

- Saldo rezerw ulegnie pewnej normalizacji w związku z brakiem sprzedaży NPL i brakiem pozytywnych zdarzeń jednorazowych w portfel bankowości przedsiębiorstw, która miała miejsce w 2Q. Zakładamy wzrost CoR do 52 p.b.
- Historia na Millennium się nie zmienia, biegłość operacyjna jest przykrywana przez rezerwy na ryzyko prawne CHF, a dodatkowo bieżące koszty ugód. Ciekawi nas, czy trend własnego programu jest do utrzymania.

Millennium: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	668	655	2%	7%	75%
wynik prowizyjny	205	209	-2%	14%	74%
WNDB	876	946	-7%	-4%	71%
koszty operacyjne	-397	-379	-5%	-4%	68%
saldo rezerw	-100	-54	84%	-33%	67%
rezerwy CHF	-526	-514	2%	306%	44%
zysk netto	-320	-200	n.m.	n.m.	n.m.

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Bank Pekao

- Bank Pekao zaraportuje wyniki kwartalne 4 listopada.
- Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie w kwartale do 617 mln PLN czyli o 2% Q/Q oraz 66% R/R.
- Pozytywne dynamiki NII i wyniku prowizyjnego (+2% Q/Q) zostaną przykryte przez słabszy trading, przez co WNDB spadnie 1% Q/Q.
- Spodziewamy się płaskich kosztów operacyjnych, przy lekkim spadku kosztów HR i lekkim wzroście kosztów administracyjnych.
- Oczekujemy spadku CoR do około 38 p.b., co przełoży się na saldo rezerw na poziomie 157 mln PLN.
- Podsumowując oceniamy wyniki pozytywnie. Wzrost podstawowych linii przychodowych oraz wyhamowanie bazy kosztowej oraz cały czas niskie saldo rezerw napawają nas optymizmem przed końcówką roku i cały 2022 rok.

Pekao: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 364	1 339	2%	13%	75%
wynik prowizyjny	686	673	2%	15%	76%
WNDB	2 120	2 131	-1%	16%	75%
koszty operacyjne	-967	-968	0%	14%	75%
saldo rezerw	-157	-188	-17%	-38%	70%
rezerwy CHF	0	-2.3	n.m.	n.m.	1%
zysk netto	617	605	2%	66%	95%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

PKO BP

- PKO BP zaraportuje wyniki 5 listopada.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 1182 mln PLN, czyli -4% Q/Q i +66% R/R.
- Nie spodziewamy się istotnych zdarzeń jednorazowych.
- Po stronie przychodowej oczekujemy stabilnego wzrostu wyniku odsetkowego o 2% Q/Q, co jest podyktowane dłuższym kwartałem oraz poprawą wolumenów. Spodziewamy się dalszego wzrostu wyniku prowizyjnego (5% Q/Q) co jest związane z wyższą sezonowo transakcyjnością. Trading powinien ulec normalizacji po bardzo mocnej pierwszej połowie roku.
- Zakładamy, że OPEX wzrośnie o około 3% Q/Q, co zrzucamy na karb podwyżek pensji z połowy roku oraz wyższych kosztów administracyjnych.
- Saldo rezerw powinno dalej się normalizować, co przypisujemy do konserwatywnego podejścia banku, które jest możliwe dzięki dobrym wynikom operacyjnym banku. W efekcie spodziewamy się, że saldo rezerw wzrośnie 25% Q/Q. Jakość portfela pozostaje na niezmienionym, dobrym poziomie.
- Oczekujemy dobrego wyniku banku, który będzie pokazywać siłę operacyjną PKO BP. Zwracamy uwagę na dobry NII i wynik prowizyjny. Oczyszczając wyniki za 2Q'21 o zyski z pozycji wymiany, banki pokazałby zauważalny wzrost wyniku Q/Q.

PKO BP: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	2 457	2 405	2%	0%	75%
wynik prowizyjny	1 108	1 055	5%	12%	75%
WNDB	3 708	3 801	-2%	3%	75%
koszty operacyjne	-1 491	-1 444	3%	10%	77%
saldo rezerw	-349	-279	25%	-21%	70%
rezerwy CHF	0	0	n.m.	n.m.	n.m.
zysk netto	1182	1236	-4%	66%	78%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Santander Bank Polska

- Santander Bank Polska opublikuje wyniki 27 października.
- Oczekujemy, że zysk netto banku wzrośnie do 392 mln PLN, +76% Q/Q i -18% R/R.
- Bank nie opublikował raportu o negatywnym wpływie rezerw CHF na wyniki w 3Q, dlatego założyliśmy rezerwy na poziomie tych z 1Q'21 czyli około 220 mln PLN.
- Po stronie przychodowej oczekujemy wzrostu wyniku z prowizji o 2%, natomiast brak pozytywnych zdarzeń jednorazowych na tradingu oznacza spadek WNDB o 4% Q/Q.
- Spodziewamy się utrzymania płaskiego salda rezerw Q/Q.
- Klucz do wyników Santandera leży w rezerwach CHF, brak publikacji raportu bieżącego w tej sprawie sugeruje, że będą one istotnie niższe niż w 2Q'21. Operacyjnie bank wygląda dobrze i naszym zdaniem jest dobrze spozycjonowany na środowisko wyższych stóp procentowych.

Santander Bank Polska: prognoza wyników 3Q'21

(mln PLN)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 415	1 411	0%	2%	75%
wynik prowizyjny	615	600	2%	11%	75%
WNDB	2 180	2 269	-4%	2%	75%
koszty operacyjne	-883	-875	1%	1%	76%
saldo rezerw	-260	-264	-1%	-28%	69%
rezerwy CHF	-220	-518	-58%	455%	36%
zysk netto	392	223	76%	-18%	n.m.

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Erste Group

- Erste Group opublikuje wyniki 2 listopada
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 495 mln EUR, czyli -12% Q/Q i +44% R/R.
- Przewidujemy, że wynik odsetkowy spadnie o 5% Q/Q co jest związane z silnym pozytywnym wpływem TLTRO III na tą pozycję w 2Q'21. Poza tym oczekujemy płaskiego wyniku prowizyjnego i płaskich kosztów operacyjnych.
- Pozytywnym aspektem jest cały czas utrzymujące się niskie saldo rezerw. Oficjalny guidance mówi o co najwyżej 30 p.b CoR w całym roku, jeżeli w 4Q'21 nie pojawią się nowe, twarde lockdowny w poszczególnych krajach.
- Uważamy, że wyniki powinny być odebrane pozytywnie i jednoznacznie zmuszą nas do podniesienia naszych oczekiwań.

mBank Biuro maklerskie

Erste Group: prognoza wyników 3Q'21

(mln EUR)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	1 211	1 277	-5%	2%	76%
wynik prowizyjny	561	559	0%	14%	80%
WNDB	1 897	1 916	-1%	7%	80%
koszty operacyjne	-1 008	-1 000	1%	0%	74%
saldo rezerw	-50	-47	6%	-74%	17%
zysk netto	495	563	-12%	44%	107%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Raiffeisen Bank International

- Raiffeisen Bank International opublikuje wyniki 3 listopada.
- Oczekujemy spadku zysku netto o 3% Q/Q i wzrostu 66% R/R.
- Oczekujemy, że wyniki będą pod lekkim wpływem odpisów na kredyty frankowe w Polsce w wysokości 40 mln EUR. Oprócz tego wskazujemy, że 3Q'21 to pierwszy kwartał w którym RBI będzie konsolidował wyniki czeskiego Equa Banku.
- Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 3% Q/Q co jest pochodną przejęcia Equa Banku (około 15 mln EUR) oraz wzrostu wolumenów. Wynik prowizyjny powinien rosnąć dzięki wyższej transakcyjności.
- Prognozujemy, że saldo rezerw wzrośnie do 61 mln EUR (+97% Q/Q), ze względu na normalizację oraz dowiązanie rezerw związane z przejęciem Equa Banku (15 mln EUR)
- Oczekujemy dobrych wyników RBI w 3Q, zwracamy jednak uwagę na cały czas ciążącą niepewność związaną z kredytami CHF, która może przynieść wyższe rezerwy w przyszłości.

RBI: prognoza wyników 3Q'21

(mln EUR)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	836	804	3%	9%	76%
wynik prowizyjny	519	499	6%	20%	81%
WNDB	1 399	1 383	1%	13%	82%
koszty operacyjne	-1 013	-1 045	-3%	44%	103%
saldo rezerw	-61	-31	97%	-67%	20%
zysk netto	384	396	-3%	66%	158%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Komercni Banka

- Komercni Banka opublikuje wyniki 4 listopada.
- Oczekujemy, że bank osiągnie wynik na poziomie 2 974 mln CZK, -5% Q/Q i +81% R/R.
- Oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego (+1% Q/Q) gdzie z jednej strony oczekujemy wzrostu wolumenów, a z drugiej strony presji na marże.
- Oczekujemy wzrostu wyniku prowizyjnego o 1% Q/Q i 16% R/R ze względu na wyższą transakcyjność.
- Wyniki powinny być wsparte przez niski koszt ryzyka na poziomie 5 p.b., czyli powtórzenie wyniku z 2Q'21.
- Podsumowując oczekujemy pozytywnych wyników za 3Q'21. Komercni może zaskoczyć na linii kosztu ryzyka, która może być nawet lepsza od naszej niskiej prognozy.

Komercni Banka: prognoza wyników 3Q'21

(mln CZK)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	5 003	4 953	1%	-5%	69%
wynik prowizyjny	1 432	1 418	1%	16%	76%
WNDB	7 267	7 383	-2%	0%	73%
koszty operacyjne	-3 501	-3 491	0%	1%	75%
saldo rezerw	-90	-82	10%	-95%	20%
zysk netto	2974	3129	-5%	81%	87%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Moneta Money Bank

- Moneta Money zaraportuje wyniki 29 października.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 1130 mln CZK, +36% Q/Q oraz +58% R/R.
- Lepsze wolumeny i dłuższy kwartał przełożą się na wzrost NII o 1,5% Q/Q. Presja na marże cały czas jest obecna.
- Koszty operacyjne spadną o blisko 4% Q/Q ze względu na efekty synergii po fuzji z Wustenrot.
- Zakładamy, że Moneta rozwiąże s sumie rozwiąże rezerwy netto w wysokości 85 mln CZK, co będzie głównym napędowym całego wyniku.
- Wyniki oceniamy bardzo pozytywnie, oczekujemy pozytywnej rewizji gui'ance'u zarówno na koniec 2021 roku, jak i przyszłe lata.

Moneta Money Bank: prognoza wyników 3Q'21

(mln CZK)	3Q'21P	2Q'21	q/q	r/r	YTD*
wynik odsetkowy	2 087	2 056	1%	2%	73%
wynik prowizyjny	500	495	1%	0%	76%
WNDB	2 696	2 704	0%	-2%	71%
koszty operacyjne	-1 275	-1 322	-4%	-1%	79%
saldo rezerw	85	-334	n.m.	n.m.	30%
zysk netto	1 130	833	36%	58%	87%

Źródło: mBank, *wykonanie rocznej prognozy

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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. 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, Pozbud, Sygnity. 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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, Pozbud, Sygnity, 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 miedzy 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 emitenta 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, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Netia, Neuca, NWAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, 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, Unibep, Vercom, 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/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.

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

mBank S.A.
Prosta 18
00-850 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
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 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04 | +48 501 663 510
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected