

piątek, 18 marca 2022 | komentarz specjalny

Banki: Ile kosztu ryzyka rynek wycenia?

Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05 | +48 515 025 640, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 | +48 501 663 511

Uważamy, że największy wpływ na wyniki sektora w efekcie wojny na Ukrainie będzie mieć wzrost kosztu ryzyka związany ze spowolnieniem gospodarczym i pośrednimi efektami sankcji. Sektor bankowy zaliczył znaczący spadek wyceny, za który odpowiedzialny jest szereg czynników włączając w to właśnie oczekiwany wzrost kosztu ryzyka, wyższa premia za ryzyko związana z wojną tuż za granicami Polski czy inne koszty np. takie jak wzrost inflacji. Niemniej jednak uważamy, że w ostatecznym rozrachunku to właśnie koszt ryzyka będzie determinował głównie negatywną rewizję prognoz w 2022 i 2023 roku. Dlatego w niniejszym komentarzu specjalnym staramy się uchwycić na ile, po spadkach wycen banków, rynek wycenia koszt ryzyka w sektorze. Na potrzeby ćwiczenia przypisujemy cały spadek wyceny rynkowej spadkowi EPS, który spowodowany jest w naszym ćwiczeniu przez rosnący koszt ryzyka. Na potrzeby wyliczeń zakładamy, że wyższy poziom stopy bazowej, niż w naszych obecnych modelach (5,5% vs oczekiwane przez nas 3,5%) i w efekcie wynik odsetkowy zostanie w całości „skonsumowany” przez rosnące koszty operacyjne (inflacja). Uważamy, że jest to założenie dość konserwatywne. Z naszych wyliczeń wynika, że rynek obecnie zakłada wzrost kosztu ryzyka o niemal x3 wobec pierwotnego poziomu założonego na 2022 rok co naszym zdaniem jest zbyt pesymistyczne. Podczas recesyjnego roku 2020 koszt ryzyka średnio wzrósł z 84 p.b. w 2019 roku do 126 p.b. a dla banków przez nas analizowanych o około x2 wyłączając z tego ING oraz Bank Handlowy (odpowiednio x3 i x4). Oczywiście szacunki zostały sporządzone przy bieżącym otoczeniu operacyjnym i zaznaczamy, że wojna na Ukrainie nadal trwa i nie znamy jeszcze całych konsekwencji ekonomicznych włączając w to coraz to nowsze sankcje.

Jak wyliczamy koszt ryzyka?

Zakładając nieefektywność rynku, w której konsensus prognoz nadal nie odzwierciedla gorszych prognoz związanych ze spowolnieniem gospodarczym zakładamy, że docelowo P/E wzrośnie do: scenariusz 1: implikowanego P/E przez nasze wyceny (tzw. fair P/E), scenariusz 2: 10-letniego średniego 12M forward P/E (10-letnia średnia uchwyci poprzednie kryzysy gospodarcze), scenariusz 3: 3-letniego średniego forward P/E, które powinno uchwycić ostatnią recesję i odbicie gospodarcze. W każdym przypadku wzrost P/E z bieżącego poziomu wiąże się ze spadkiem EPS czyli wynikiem netto jaki obecnie rynek wycenia. Różnica pomiędzy naszą obecną prognozą zysku netto a implikowaną z wyceny rynkowej w całości przypisujemy wyższemu kosztowi ryzyka. Dla uproszczenia kalkulacji, z jednej strony nie podnosimy oczekiwań odnośnie wyniku odsetkowego (w modelu mamy stopę bazową na poziomie 3,5% wobec najnowszej prognozy na poziomie 5,5%), ale z drugiej nie zwiększamy też kosztów operacyjnych ze względu na wyższą inflację. Wzrost kosztu ryzyka pokazujemy w odniesieniu do kosztu ryzyka zaraportowanego w 2021 roku, ponieważ banki po wynikach za 4Q wskazywały, że koszty ryzyka w 2022 roku powinny być stabilne oraz do pandemicznego 2020 roku, który zawierał oczekiwania recesyjne.

Porównanie 2022 i 2023 Fair P/E, średniego 10Y FWD P/E oraz średniego 3Y FWD P/E

	2022 F P/E	2023 F P/E	12M FWD 10Y	12M FWD P/E 3Y
PKO	11,3	10,2	12,2	12,0
Pekao	12,0	11,0	13,9	11,9
Santander	26,0	11,0	14,3	13,8
Alior	9,1	7,3	12,4	11,0
BNP BPL	11,0	9,9	12,5	12,5
ING BSK	13,8	13,5	15,0	14,8
Millennium	32,3	11,2	13,4	13,9
BHW	9,9	8,7	14,6	13,7

Źródło: Bloomberg, mBank

Gdzie koszty ryzyka powinny wylądować w bankach?

Obecnie oczekujemy, że wzrost PKB spowolni do +4% w 2022 roku, +2% w 2023 i +2,5% w 2024 roku z przejściowym spadkiem wzrostu PKB do +1% na przełomie 2022/23. Ostatnio tak niski wzrost widziany był w latach 2012-2013, kiedy PKB spowolniło do odpowiednio +1,6% i +1,4%. Niemniej jednak przez ostatnie lata podejście do ryzyka polskiego sektora bankowego uległo diametralnej zmianie i dlatego uważamy, że wyciąganie wniosków z przeszłości jest obarczone dużą dawką błędów. Dla przykładu, koszt ryzyka w PKO BP w latach 2010-15 wynosił średnio 126 bps, aby następnie spaść do 74 bps w latach 2015-21 (włączając w to ekstrema rezerwy COVID-19 w 2020 roku). Naszym zdaniem, dużo lepszą wskazówką jest koszt ryzyka zaraportowany w 2020 roku, który już zawiera specjalne rezerwy „Covidowe” ale także uchwycił zmianę prognoz makro ekonomicznych z oczekiwanego wzrostu PKB do recesji. Przy prognozowanym spadku PKB (recesji) dla polski w 1Q’20 na poziomie -4%, Bank Pekao oczekiwał wzrostu kosztu ryzyka na poziomie x2-x3, czyli do poziomów około 88-132 p.b. Finalnie koszt ryzyka Banku Pekao w 2020 roku (liczony do średnich kredytów brutto) wyniósł 85 p.b. Uważamy, że porównanie do 2020 roku ma największy sens ze względu na świeżość danych oraz zmiany metodologiczne jak IFRS9.

Koszt ryzyka w bankach podczas spowolnienia gospodarczego

(%)	2012	2013	2020
Wzrost/spadek PKB:	1,6	1,4	-2,7
PKO BP	1,56	1,33	1,10
Bank Pekao	0,63	0,62	0,85
Santander Bank Polska	1,24	1,02	1,05
Alior Bank	2,20	2,29	3,02
BNP Paribas BPL	1,07	0,95	0,77
ING BSK	0,77	0,51	0,65
Bank Millennium	0,57	0,55	0,77
Bank Handlowy	0,37	-0,23	0,94

Źródło: Banki, mBank

Scenariusz 1 – Nasze Fair P/E

Zakładając, że sektor bankowy będzie dążył do naszego fair P/E, obecny poziom wycen sektora bankowego zakłada, że koszt ryzyka w 2023 roku wzrośnie z 55 p.b. w 2021 do 146 p.b. w 2023 roku. Największy wzrost kosztu ryzyka oczekiwany jest w Banku Handlowym x8 (vs 2021 rok), a następnie x4 w ING



BSK, x3 w PKO oraz Pekao, x2 w Bank Millennium i Santander oraz x1.7 w Alior Banku. W porównaniu do recesyjnego 2020 roku, rynek wycenia CoR 1,8x wyższy w Handlowym (147 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,6x w PKO BP (1 716 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,6x w Santander Bank Polska (922 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,5x w Pekao (808 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,4x w BNP Paribas Bank Polska (288 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,3x w ING BSK (357 mln PLN więcej niż w 2020 roku) i 1,2x w Banku Millennium (104 mln PLN więcej niż w 2020 roku). W Aliorze szacujemy, że poziom rezerw wyceniany przez inwestorów znajduje się na poziomie 0,9x roku 2020 co oznacza za niższe o 183 mln PLN rezerwy.

Porównanie kosztu ryzyka implikowanego przez obecną wycenę rynkową i nasze fair P/E

(%)	2020	2021	2022	2023	'23 vs '21	'23 vs '20
PKO	1,10	0,57	1,71	1,78	3,1x	1,6x
Pekao	0,85	0,40	1,18	1,32	3,3x	1,5x
Santander	1,05	0,74	1,21	1,63	2,2x	1,6x
Alior	3,02	1,65	2,65	2,75	1,7x	0,9x
BNP BPL	0,77	0,32	1,00	1,09	3,4x	1,4x
ING BSK	0,65	0,23	0,88	0,87	3,8x	1,3x
Millennium	0,77	0,42	0,70	0,90	2,2x	1,2x
BHW	0,94	0,22	1,58	1,66	7,7x	1,8x

Zródło: Banki, mBank

Scenariusz 2 – 10-letni średni forward P/E

Zakładając, że sektor bankowy będzie dążył do 10-letniego średniego forward P/E (źródło: Bloomberg), obecny poziom wycen sektora bankowego zakłada, że koszt ryzyka w 2023 roku wzrośnie z 55 p.b. w 2021 do 186 p.b. w 2023 roku. Największy wzrost kosztu ryzyka oczekiwany jest w Banku Handlowym x18 (vs 2021 rok) a następnie x5 w ING BSK, x4 w PKO, Pekao oraz BNP, x3 w Bank Millennium i Santander oraz x2.0 w Alior Banku. W porównaniu do recesyjnego 2020 roku, rynek wycenia CoR 4,1x wyższy w Handlowym (602 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 2,0x w PKO BP (2 747 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 2,0x w Santander Bank Polska (1 714 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 2,0x w Pekao (1 449 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,8x w BNP Paribas Bank Polska (567 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,6x w ING BSK (639 mln PLN więcej niż w 2020 roku) i 1,4x w Banku Millennium (251 mln PLN więcej niż w 2020 roku) i 1,1x w Aliorze (229 mln PLN więcej niż w 2020 roku).

Porównanie kosztu ryzyka implikowanego przez obecną wycenę rynkową i średnią 10-letniego forward P/E

(%)	2020	2021	2022	2023	'23 vs '21	'23 vs '20
PKO	1,10	0,57	1,88	2,18	3,8x	2,0x
Pekao	0,85	0,40	1,41	1,69	4,3x	2,0x
Santander	1,05	0,74	0,45	2,13	2,9x	2,0x
Alior	3,02	1,65	2,97	3,35	2,0x	1,1x
BNP BPL	0,77	0,32	1,17	1,39	4,4x	1,8x
ING BSK	0,65	0,23	1,03	1,05	4,6x	1,6x
Millennium	0,77	0,42	0,18	1,07	2,6x	1,4x
BHW	0,94	0,22	3,22	3,88	18,0x	4,1x

Zródło: Banki, Bloomberg, mBank

Scenariusz 3 – 3-letni średni forward P/E

Zakładając, że sektor bankowy będzie dążył do 3-letniego średniego forward P/E (źródło: Bloomberg), obecny poziom wycen sektora bankowego zakłada, że koszt ryzyka w 2023 roku wzrośnie z 55 p.b. w 2021 do 166 p.b. w 2023 roku. Największy wzrost kosztu ryzyka oczekiwany jest w Banku Handlowym x16 (vs 2021 rok) a następnie x4 w ING BSK, x4 w BNP Paribas, x3 w PKO, Pekao, Millennium i Santander oraz x2,0 w Alior Banku. W porównaniu do recesyjnego 2020 roku, rynek wycenia CoR 3,7x wyższy w Handlowym (521 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,9x w Santander (1 506 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,7x w PKO BP (2 011 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,6x w BNP Paribas (395 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,5x w Pekao oraz ING (odpowiednio 776 mln PLN i 513 mln PLN więcej niż w 2020 roku), 1,4x w Millennium (293 mln PLN więcej niż w 2020 roku) i 1,1x w Aliorze (136 mln PLN więcej niż w 2020 roku).

Porównanie kosztu ryzyka implikowanego przez obecną wycenę rynkową i 3-letni średni forward P/E

(%)	2020	2021	2022	2023	'23 vs '21	'23 vs '20
PKO	1,10	0,57	1,58	1,89	3,3x	1,7x
Pekao	0,85	0,40	1,01	1,30	3,3x	1,5x
Santander	1,05	0,74	0,32	2,00	2,7x	1,9x
Alior	3,02	1,65	2,83	3,21	1,9x	1,1x
BNP BPL	0,77	0,32	0,97	1,20	3,8x	1,6x
ING BSK	0,65	0,23	0,95	0,97	4,3x	1,5x
Millennium	0,77	0,42	0,23	1,12	2,7x	1,4x
BHW	0,94	0,22	2,81	3,48	16,2x	3,7x

Zródło: Banki, mBank

Wnioski

Nasze ćwiczenie pokazuje, że jeżeli byśmy przypisali cały spadek wyceny rynkowej spadkowi EPS i wzrostowi kosztu ryzyka to rynek wycenia obecnie sektor bankowy znacznie bardziej konserwatywnie niż podczas recesji w 2020 roku. Podkreślamy, że obecne prognozy makroekonomiczne wskazują, że recesja w 2022 i 2023 roku nie nastąpi. We wszystkich 3 scenariuszach uważamy, że implikowany koszt ryzyka w PKO BP, Pekao, ING, Banku Handlowym są na zbyt wysokim poziomie, co najmniej 3 razy więcej niż w roku 2021 i ponad 1,5x więcej niż w pandemicznym, recesyjnym 2020 roku. Najgorzej sytuacja wygląda w przypadku Alior Banku gdzie rynek wycenia obecnie rezerwy na podobnym poziomie jak w 2020 roku zaś najlepiej w Banku Handlowym. Niemniej jednak trzeba pamiętać, że dla naszych prognoz, na których oparliśmy obliczenia nadal jest potencjał wzrostu ze względu na znaczenie wyższą stopę bazową. Jednocześnie ostrzegamy, że ćwiczenie, które wykonałamy nie bierze pod uwagę wielu zmiennych jak chociażby zmieniający się koszt kapitału, a prognozy makroekonomiczne nadal ewoluują ze względu na trwającą wojnę na Ukrainie i potrafią się zmieniać z dnia na dzień.

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 księgową), 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/gpwpl>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, 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, Compreum, 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 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 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, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercor, 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.



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.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Daniel Urbański
+48 22 697 47 44
daniel.urbanski@mbank.pl

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemnicka-wilim@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