

poniedziałek, 16 maja 2022 | komentarz specjalny

Banki: Podsumowujemy obciążenia sektora w 2022 i 2023 r.

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

Podsumowujemy nasze ostatnie kalkulacje dotyczące programów pomocowych i ich wpływ na poszczególne banki. Zaznaczamy, że wraz z napływem nowych informacji oraz zmian regulacyjnych ich finalna wartość może nadal ewaluować czego przykładem jest dzisiejszy szacunek ZBP kosztów wakacji kredytowych na poziomie 30 mld (bez przedstawienia założeń do wyliczeń). Dodatkowo do kalkulacji dokładamy potencjalny zwrot prowizji przy wcześniejszej spłacie kredytów hipotecyjnych, które obecnie zaczął badać UOKiK. Nasze wyliczenia podzieliłyśmy na 2 warianty – optymistyczny oraz pesymistyczny, gdzie staramy się podejść z dużą dozą konserwatywności do wyliczeń. Uważamy, że wyniki w roku 2022 mogą zostać dotknięte przez wakacje kredytowe, składkę na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców, małe TSUE 2 (zwrot prowizji za wcześniej spłacone kredyty hipotecyjne) oraz dobrowolną składkę na IPS. Należy pamiętać, że pewne obciążenia w 2022 roku wykluczają je w 2023 roku dlatego uważamy, że małe TSUE 2 ani IPS nie powtórzą się za rok. Na koniec sprawdzamy o ile rentowność w 2023 roku musiałyby spaść a koszt ryzyka wzrosnąć ze względu na spowolnienie gospodarcze, żeby ROE było równe CoE na poziomie 9,5%. Konkludując nasze obliczenia uważamy, że w przypadku znaczącego dociążenia wyników wakacjami kredytowymi w 2022 roku w wariantcie pesymistycznym wyniki w 2023 powinny być nadal bardzo solidne zakładając nawet kolejne zdarzenia jednorazowe takie jak wymiana WIBORU na inną stawkę referencyjną. Zdecydowanie najbardziej odpornym bankiem jest Bank Handlowy zaś najbardziej blado wypadają Millennium, które jest obciążane dodatkowo frankami. Dość dużo miejsca na wzrost salda rezerw w 2023 roku posiadać będą również PKO, Pekao oraz Alior.

Obciążenia w roku 2022 – wariant optymistyczny

W wariantcie optymistycznym zakładamy:

- 4 miesiące wakacji kredytowych, które zostaną rozliczone przez banki tak jak robiło to OTP (szczegóły w naszym

komentarzu specjalnym: [link](#)) w łącznej kwocie 1 190 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że partycypacja wyniesie 34%, analogicznie do Węgier, gdzie wakacje kredytowe nadal trwają.

- Zakładamy składkę na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców na poziomie 1 400 mln PLN. Składkę rozkładamy proporcjonalnie do udziału rynkowego, ale wyłączając Getin Noble Bank, który według projektu ustawy jest wyłączony. Uważamy, że kalkulacja składki jeszcze się zmieni, ponieważ zapisana w ustawie metodologia jest obecnie praktycznie niemożliwa do weryfikacji (DSTI > 50%).
- Zakładamy, że zmiana WIBOR nastąpi najwcześniej od stycznia 2023 roku, zgodnie z Rządową Oceną Skutków Regulacji (OSR). Bez wpływu na wyniki.
- Zakładamy, że banki zostaną wezwane przez UOKiK do proporcjonalnego zwrotu prowizji dla wcześniej spłaconych kredytów hipotecyjnych. Zwrot ma dotyczyć kredytów udzielonych od 3Q'17. Szacujemy, że od 3Q'17 spłaconych zostało około 55 mld PLN hipotek (dane NBP i Amron-Sarfin). Zakładamy, że w naszym wariantcie optymistycznym, analogicznie do zwrotów związanych z kredytami konsumenckimi, banki będą zobligowane do zwrotu do 1% prowizji (0,5% w przypadku kredytu spłaconego do roku) co daje łączny koszt 547 mln PLN. Korygując tę kwotę o liczbę lat pozostałych do spłaty (22 z 25) uzyskujemy łączny koszt dla sektora w wysokości 481 mln PLN (brutto), które następnie rozkładamy udziałami rynkowymi w nowej sprzedaży (3Q'17-4Q'21). Jednocześnie w tym przypadku przyjmujemy założenie, że banki do tej pory nie zwracały prowizji proporcjonalnie do czasu trwania umowy oraz że 100% klientów zgłosi reklamację.
- Zakładamy, że przy obecnych obciążeniach banki nie przystępują do IPS, który jest dobrowolny.

Wariant optymistyczny – rok 2022

(mln PLN)	wakacje kredytowe	FWK	WIBOR na WIRD	małe TSUE 2	IPS	razem	% zysku netto	ROE
PKO BP	294	359	-	109	-	742	11,3%	12,4%
Pekao	192	234	-	72	-	484	14,2%	11,8%
Santander Bank Polska	135	165	-	51	-	341	21,7%	4,3%
ING	168	205	-	87	-	443	15,4%	11,7%
Millennium	101	123	-	43	-	259	82,2%	0,7%
Alior Bank	46	56	-	19	-	117	11,0%	12,4%
Handlowy	7	9	-	3	-	18	1,8%	11,8%
BNP	65	80	-	32	-	171	12,1%	9,6%
Sektor	1 190	1 400	-	481	-	2 980		

Źródło: mBank

Wariant optymistyczny na 2022 rok to łączne obciążenie dla sektora w wysokości 3,0 mld PLN. Banki PKO BP, Pekao, ING, Alior oraz Handlowy nadal mogą się pochwalić 12% ROE. ROE spada do 1% dla Millennium oraz do 4% dla Santander ale należy pamiętać, że banki te w naszych prognozach nadal są mocno dociążone przez rezerwy na kredyty frankowe.

Obciążenia w roku 2022 – wariant pesymistyczny

- Zakładamy, że wakacje kredytowe w całości (rok 2022 oraz 2023) będą zaksięgowane w 2022 roku i będą kosztować sektor 16 mld PLN, przy 100% partycypacji oraz zgodnie z wyliczeniami OSR.

- Kalkulacje FWK są identyczne jak w wariantcie optymistycznym.
- Zakładamy, że zmiana WIBOR nastąpi najwcześniej od stycznia 2023 roku, zgodnie z Rządową Oceną Skutków Regulacji (OSR). Bez wpływu na wyniki.
- Wyliczenia zwrotu prowizji spłaconych kredytów hipotecyjnych są analogiczne do założeń z wariantu optymistycznego z tym, że oczekujemy zwrotu 2% prowizji (bez limitu TSUE), czyli prowizji która była historycznie średnio pobierana.
- Zakładamy, że banki przystąpią do IPS co będzie je kosztować 3 500 mln PLN.

Wariant pesymistyczny – rok 2022

(mIn PLN)	wakacje kredytowe	FWK	WIBOR na WIRD	małe TSUE 2	IPS	razem	razem bez IPS	% zysku	% zysku bez IPS	ROE	ROE bez IPS
PKO	3 958	359	-	217	600	4 979	4 379	76%	67%	3,4%	4,7%
PEO	2 578	234	-	144	412	3 262	2 850	96%	84%	0,6%	2,3%
SPL	1 813	165	-	102	489	2 456	1 967	157%	125%	-3,1%	-1,4%
ING	2 255	205	-	174	392	2 918	2 526	101%	88%	-0,2%	1,7%
MIL	1 358	123	-	86	243	1 748	1 505	555%	477%	-17,7%	-14,7%
ALR	616	56	-	37	202	866	664	81%	62%	2,6%	5,2%
BHW	95	9	-	6	44	143	100	15%	10%	10,3%	10,8%
BNP	877	80	-	64	186	1 160	973	82%	69%	1,9%	3,4%
Sektor	16 000	1 400	-	962	3 500	21 014	17 514				

Źródło: mBank

W wariantcie pesymistycznym obciążenia dla sektora wzrastają do 21 mld PLN z czego 76% to wakacje kredytowe. Santander oraz Bank Millennium ponoszą stratę netto zaś wyniki PKO, Pekao, ING czy Aliora praktycznie są wyzerowane. Uwagę zwraca Bank Handlowy, którego ROE w wariantcie pesymistycznym nadal osiąga poziom dwucyfrowy.

Obciążenia w roku 2023 – wariant optymistyczny

- Znowu oczekujemy rezerw na wakacje kredytowe, które są identyczne jak w 2022 roku (również 4 miesiące). Oczekujemy, że partycypacja również będzie stała na poziomie 34%.
- Nie oczekujemy dalszych składek na FWK. Uważamy, że fundusz nie zostanie wykorzystany w 2022 roku ponieważ nie jest to bezzwrotna pomoc a warunki brzegowe do przystąpienia do pomocy pozostały praktycznie niezmienione. W takim przypadku oczekujemy braku nowych składek lub minimalnych, uzupełniających fundusz. Dodatkowo zwracamy uwagę, że informacje o dodatkowych 2 mld PLN w 2023 roku zniknęły z OSR.

Wariant optymistyczny – rok 2023

(mIn PLN)	wakacje kredytowe	FWK	WIBOR na WIRD	małe TSUE 2	IPS	razem	% zysku netto	ROE
PKO BP	294	0	0	0	600	780	11%	12,7%
Pekao	192	0	0	0	412	525	14%	12,5%
Santander Bank Polska	135	0	0	0	489	531	14%	10,3%
ING	168	0	0	0	392	486	17%	10,8%
Millennium	101	0	0	0	243	298	33%	7,1%
Alior Bank	46	0	0	0	202	210	16%	12,4%
Handlowy	7	0	0	0	44	42	4%	12,8%
BNP	65	0	0	0	186	216	14%	9,5%
Sektor	1 190	0	0	0	3 500	4 025		

Źródło: mBank

Podsumowując uważamy, że jedynym realnym kosztem sektora będą wakacje kredytowe. Łącznie z IPS oczekujemy, że PKO BP, Pekao, Santander, ING, Alior oraz Handlowy nadal będą w stanie zaprezentować dwucyfrowe ROE oraz wysokie jednocyfrowe w przypadku BNP oraz Millennium.

Obciążenia w roku 2023 – wariant pesymistyczny

- Uważamy, że banki nie poniosą kosztów wakacji kredytowych w 2023 roku, ponieważ zostaną one w pełni zaksięgowane w 2022 roku. Z drugiej strony niższa partycypacja w wakacjach niż 100% sprzyjać będzie rozwiązywaniu rezerw czego jednak tutaj nie ujmujemy. Każdy 1 p.p. niższej partycypacji dla banków oznacza rozwiązanie rezerw na poziomie +160 mln PLN.
- FWK – zakładamy, że regulator jednak zdecyduje się na pobranie kolejnych 2 mld PLN do FWK. Koszty

rozkładamy po udziałach rynkowych analogicznie do roku 2022.

- Zakładamy, że WIBOR zostaje wymieniony na WIRD co oznacza niższy oprocentowanie o około 54 bps (analogicznie do wycień z 2H'21). Oznacza to łączny koszt dla sektora w wysokości 5,3 mld PLN brutto z czego 2,2 mld PLN w przypadku kredytów hipotecznych, 928 mln PLN w przypadku kredytów konsumenckich oraz 2,2 mld PLN w przypadku kredytów korporacyjnych. Koszt dla poszczególnych banków obliczamy ich udziałem rynkowym w poszczególnych segmentach.
- Nie oczekujemy jednorazowych kosztów związanych z małym TSUE 2, ponieważ zostaną one poniesione w 2022 roku.
- Nie oczekujemy kosztów IPS, ponieważ założyliśmy je w 2022 roku.

Wariant pesymistyczny – rok 2023

(mIn PLN)	wakacje kredytowe	FWK	WIBOR na WIRD	małe TSUE 2	IPS	razem	% zysku netto	ROE
PKO BP	0	513	922	0	0	1 260	17%	11,7%
Pekao	0	334	687	0	0	890	24%	11,0%
Santander Bank Polska	0	235	559	0	0	688	19%	9,8%
ING	0	292	582	0	0	763	26%	9,6%
Millennium	0	176	297	0	0	417	46%	5,7%
Alior Bank	0	80	241	0	0	275	21%	11,6%
Handlowy	0	12	64	0	0	64	6%	12,5%
BNP	0	114	312	0	0	367	24%	8,4%
Sektor	0	2 000	5 275	0	0	6 273		

Źródło: mBank

Zakładamy, że w wariantcie pesymistycznym roku 2023 sektor nadal będzie miał dwucyfrowe ROE za wyjątkiem Millennium oraz BNP, które zanotują wysokie jednocyfrowe. Dzieje się tak, ponieważ najpoważniejsze obciążenie, czyli wakacje kredytowe sektor poniesie w 2022 roku. Nie należy jednak zapominać, że rok 2023 jest rokiem wyborczym w Polsce.

Czyli ile jest miejsca na spowolnienie gospodarcze w 2023 roku?

Obecnie banki notowane są na poziomie 2023 0,8x P/BV. Rynek oczekuje bardzo słabych wyników oraz spadku ROE poniżej kosztu kapitału. W poniższym ćwiczeniu sprawdzamy o ile ROE dla poszczególnych banków w 2023 roku w wariantcie pesymistycznym musiałyby spaść, aby wynosiło tyle ile koszt kapitału na poziomie 9,5%. Cały spadek wyniku przypisujemy rosnącemu kosztowi ryzyka. Oczywiście jest tutaj pewny błąd logiczny, ponieważ wakacje kredytowe oraz FWK powinny w sposób naturalny zatrzymać spadek jakości aktywów spowodowany wyższymi ratami.

Z naszych wycień wynika, że koszt ryzyka w 2023 roku mógłby wzrosnąć o dodatkowe 55 p.b. w PKO BP do łącznego poziomu 120 p.b. (łącznie z naszą starą prognozą), o 28 p.b. w Pekao do łącznych 84 p.b., o 8 p.b. w Santander do łącznych 98 p.b., o 1 p.b. do łącznych 46 p.b. w przypadku ING, o 34 p.b. w Alior do łącznych 218 p.b. oraz o 153 p.b. w Handlowym do łącznych 195 p.b. W przypadku BNP oraz Millennium nie ma miejsca na wzrost salda rezerw z poziomu naszych prognoz.

Dodatkowy koszt ryzyka zakładając spadek ROE z wariantu pesymistycznego w 2023 r. do kosztu kapitału na poziomie 9,5%

	koszt ryzyka (mIn PLN)	COR w BPS	prognozowany COR na 2023	razem
PKO	1 414	0,55	0,65	1,20
PEO	489	0,28	0,56	0,84
SPL	123	0,08	0,90	0,98
ING	20	0,01	0,45	0,46
MIL	-403	-	0,61	n.a.
ALR	239	0,34	1,84	2,18
BHW	314	1,53	0,42	1,95
BNP	-186	-	0,47	n.a.

Źródło: mBank

Konkluzja

Uważamy, że w przypadku znaczącego dociążenia wyników wakacjami kredytowymi w 2022 roku w wariantcie pesymistycznym, wyniki w 2023 roku powinny być nadal bardzo solidne zakładając nawet kolejne zdarzenia jednorazowe. Zdecydowanie najbardziej odpornym bankiem jest Bank Handlowy zaś najbardziej błado wypada Millennium, które jest obciążanie dodatkowo frankami. Dość dużo miejsca na wzrost salda rezerw posiadać będą również PKO, Pekao oraz Alior. W przypadku BNP zaznaczamy, że nasza obecna prognoza zakłada niską wrażliwość banku na wzrost stóp co się nie potwierdziło w 4Q'21 oraz 1Q'22. Podsumowując uważamy, że wyceny poniżej P/BV w przypadku banków z dwucyfrowym ROE są zbyt niskie.



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/gpwpa>) 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. Wylimitowanie 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, NWA1 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, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, 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 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 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.kluszcz@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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-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