



Dom Maklerski BDM S.A.

mBank

RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy naszą cenę docelową dla mBanku do PLN 247 z PLN 192 poprzednio, jednak ze względu na wzrost kursu akcji obniżamy nasze zalecenie do Redukuj z Akumuluj. W ciągu ostatnich 3 tygodni kurs akcji banku wzrósł o ponad 30% dyskontując częściowo pozytywny scenariusz dot. CHF. Widzimy ryzyko, że uchwała SN nie przyniesie precyzyjnych rozstrzygnięć, a liczba pozwów będzie się konsekwentnie zwiększać. Doceniamy solidne wyniki operacyjne banku. Biorąc jednak pod uwagę utrzymującą się niepewność w zakresie CHF determinującą tempo odbudowy wyników, jak również brak dywidendy, obecną wycenę na poziomie 0,7x P/BV uważamy za wymagającą.

Liczba pozwów dot. CHF zwiększa się istotnie.... Na koniec marca liczba wytoczonych spraw sądowych dot. klauzul waloryzacyjnych w mBanku sięgnęła 8,4 tys. i w ciągu roku zwiększyła się o 146%. Jednocześnie w samym 2020 r. klienci wytoczyli niemal 4 tys. nowych postępowań.

...a niepewność pozostaje. Posiedzenia TSUE oraz SN nie przyniosły oczekiwanych rozstrzygnięć. Widzimy ryzyko, że wraz z podjęciem ostatecznej Uchwały Sąd Najwyższy wyeliminuje jedynie rozwiązania skrajne bez odnoszenia się jednoznacznie do kwestii dot. wynagrodzenia za kapitał, czy możliwości unieważnienia/odfrankowania umowy. W takim scenariuszu obecne orzecznictwo w znacznym stopniu zostanie utrzymane, co może powodować dalszy wzrost liczby pozwów. (strona 5 i 6)

Czy mBank może sobie pozwolić na ugody? Potencjalnie korzystnym rozwiązaniem może być propozycja ugód z zgodnie ze scenariuszem przewodniczącego KNF, której koszty mBank szacuje na PLN 5,5-6,6 mld (38-45% aktywnego portfela FX). Tak wysokie koszty mogą powodować zwleknięcie z decyzją do czasu ukształtowania linii orzeczniczej, co - przy braku wytycznych SN - nie musi nastąpić szybko. Szacujemy obecną nadwyżkę kapitałową banku na PLN 5,0 mld, lub PLN 7,0 mld przy eliminacji buforów FX. (strona 5 i 6)

Gdzie możemy się mylić? Kluczowa dla wyceny i wyników mBanku pozostaje kwestia CHF. Szybka decyzja o ugodach z pomocą rozwiązań KNF lub/i NBP, jak również precyzyjne i korzystne dla banków wytyczne SN mogą spowodować, że nasze obecne prognozy okażą się zbyt konserwatywne.

Zmiana prognoz na 2021/22. Solidne wyniki za 4Q20/1Q21 wraz z poprawiającą się perspektywą odbudowy gospodarki skłoniły nas do podwyższenia prognoz zysku netto dla mBanku o 32% w 2021 r. oraz o 34% w 2022 r. Nasze prognozy są odpowiednio 55% oraz 14% powyżej konsensusu.

mBank – wybrane dane, 2018-2023P

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Zysk netto (PLNm)	1 303	1 010	104	643	942	1 317
Zmiana r/r (%)	19%	-22%	-90%	520%	46%	40%
ROE (%)	8,8%	6,4%	0,6%	3,8%	5,4%	7,3%
P/E (x)	10,3	11,4	111,4	18,0	12,3	8,8
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
DPS* (PLN)	0,0	0,0	0,0	7,6	11,1	15,6
DY* (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	4,1%	5,7%

* Z zysku za dany rok, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

REDUKUJ

(POPRIEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 247,0 PLN

14 MAJA 2021, 07:00 CEST

Podstawowe dane

Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	247,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-10%
Poprzednia rekomendacja	Akumuluj
Poprzednia cena docelowa	192,0
Kapitalizacja [PLNm]	11,562
Min (52) [PLN]	113,5
Max (52) [PLN]	289,2
Liczba akcji [mln. szt.]	42,4
Stopa zwrotu za 3 mc	37%
Stopa zwrotu za 6 mc	70%
Stopa zwrotu za YTD	52%

Struktura akcjonariatu:

Commerzbank AG	69,3%
OFE NN	5,1%
Pozostali	25,6%

Michał Fidelus

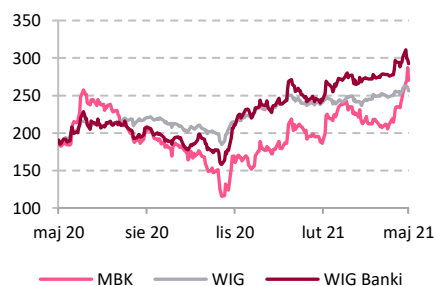
michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

mBank vs. WIG – relatywny kurs akcji. 12M

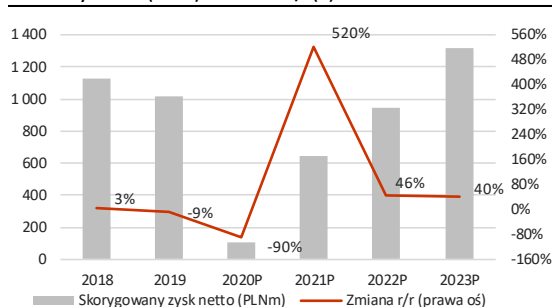


Wybrane dane i prognozy finansowe

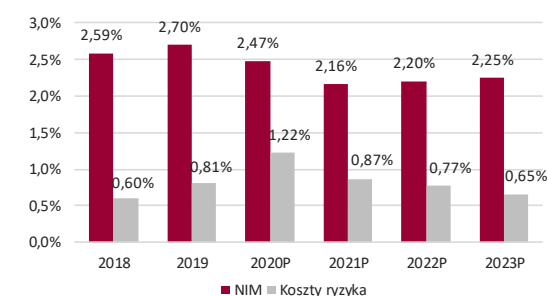
Rachunek wyników (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NII	3 496	4 003	4 009	3 887	4 270	4 594
F&C	976	1 271	1 508	1 802	1 893	2 006
Pozostałe przychody	583	251	349	337	255	265
Przychody ogółem	5 055	5 524	5 867	6 026	6 418	6 865
Koszty osobowe	-952	-1 019	-975	-984	-1 017	-1 061
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-1 212	-1 310	-1 436	-1 432	-1 511	-1 581
Koszty ogółem	-2 164	-2 329	-2 411	-2 416	-2 528	-2 642
EBIT przed rezerwami	2 731	3 195	3 456	3 610	3 890	4 223
Saldo rezerw	-528	-794	-1 293	-965	-903	-811
Podatek bankowy	-415	-459	-531	-549	-580	-617
- Rezerwa portfelowa na FX	-3	-388	-1 022	-852	-776	-679
Zysk brutto	1 787	1 555	610	1 244	1 631	2 116
Podatek dochodowy	-484	-545	-506	-601	-689	-799
Zysk netto	1 303	1 010	104	643	942	1 317
Skorygowany zysk netto	1 123	1 018	104	643	942	1 317
Bilans (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Środki w Banku Centralnym	9 199	7 897	3 969	11 430	10 858	14 985
Należności od banków	2 546	4 342	7 354	6 619	5 957	5 659
Aktywa finansowe	38 279	39 153	55 822	58 410	61 113	61 126
Kredyty netto	92 017	103 203	108 138	113 623	120 895	128 632
Rzeczowe aktywa trwałe	785	1 262	1 515	1 636	1 767	1 767
Aktywa ogółem	145 750	158 721	180 136	193 702	204 162	216 411
Zobowiązania wobec banków	3 078	1 167	2 400	2 520	2 469	2 469
Depozyty	102 009	116 661	137 699	152 082	161 207	170 879
Pozostałe	25 447	24 739	23 363	22 025	22 791	24 522
Kapitał własny	15 214	16 151	16 673	17 073	17 693	18 540
Zobowiązania i kapitał własny	145 750	158 721	180 136	193 702	204 162	216 411
Kluczowe wskaźniki (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NIM (na AIEA)	2,59%	2,70%	2,47%	2,16%	2,20%	2,25%
Koszty ryzyka	0,60%	0,81%	1,22%	0,87%	0,77%	0,65%
Koszty/Dochody	44,2%	42,2%	41,1%	40,1%	39,4%	38,5%
ROE (skorygowane)	7,6%	6,5%	0,6%	3,8%	5,4%	7,3%
ROE	8,8%	6,4%	0,6%	3,8%	5,4%	7,3%
ROA	0,94%	0,66%	0,06%	0,34%	0,47%	0,63%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Koszty/Średnie aktywa	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
Efektowna stopa podatkowa	27,1%	35,0%	83,0%	48,3%	42,3%	37,7%
Kapitał/Aktywa	10,4%	10,2%	9,3%	8,8%	8,7%	8,6%
Kredyty/Depozyty	90,2%	88,5%	78,5%	74,7%	75,0%	75,3%
Tier I	17,5%	16,5%	16,9%	16,4%	16,1%	15,9%
CAR	20,7%	19,5%	19,8%	19,3%	19,1%	18,9%
Pozostałe dane	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Rozwodniona liczba akcji (m)	42,3	42,3	42,4	42,4	42,4	42,4
EPS (PLN)	30,8	23,9	2,5	15,2	22,2	31,1
Skorygowany EPS (PLN)	26,5	24,1	2,5	15,2	22,2	31,1
BVPS (PLN)	359,4	381,4	393,7	403,1	417,8	437,8
DPS (PLN)*	0,0	0,0	0,0	7,6	11,1	15,6
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	4,1%	5,7%
P/E (x)	8,9	11,4	111,4	18,0	12,3	8,8
Skorygowane P/E (x)	10,3	11,4	111,4	18,0	12,3	8,8
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P&L - zmiana r/r (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
NII	12%	14%	0%	-3%	10%	8%
F&C	-2%	30%	19%	20%	5%	6%
Przychody ogółem	14%	9%	6%	3%	6%	7%
Koszty	6%	8%	4%	0%	5%	5%
Saldo rezerw	4%	50%	63%	-25%	-6%	-10%
Zysk netto	19%	-22%	-90%	520%	46%	40%
Skorygowany zysk netto	3%	-9%	-90%	520%	46%	40%
Bilans - zmiana r/r (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Kredyty netto	9%	12%	5%	5%	6%	6%
Depozyty	11%	14%	18%	10%	6%	6%
Aktywa	11%	9%	13%	8%	5%	6%

*z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

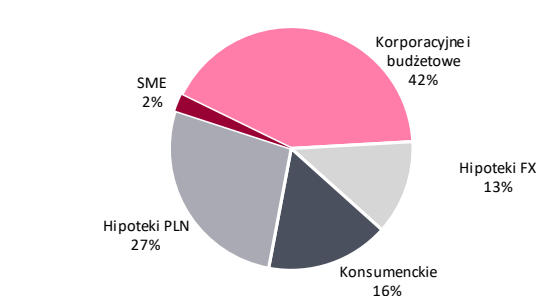
mBank - Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



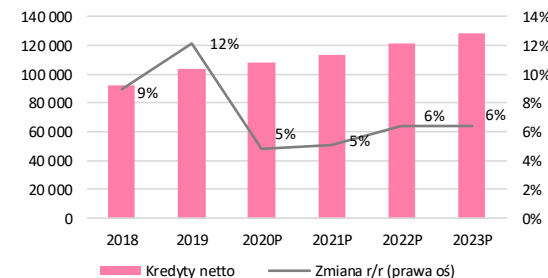
mBank - NIM i koszty ryzyka (%)



mBank - Struktura portfela kredytów (%)



mBank - Kredyty netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



Kluczowe ryzyka:

Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko dot. portfela walutowych kredytów hipotecznych, 4) ryzyko systemowe związane z IDA oraz GNB, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji. Dodatkowo, szczególnie dla mBanku widzimy następujące ryzyka: 1) istotny wzrost rezerw na walutowe kredyty hipoteczne 2) większy od oczekiwanego wzrost kosztów ryzyka, 3) ryzyko braku/niższej dywidendy, 4) ryzyko wolniejszego wzrostu wolumenów kredytowych, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.

Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji mBanku dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Przyjmujemy 60% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 40% wagę dla modelu ROE-P/BV i otrzymujemy wycenę mBanku na poziomie PLN 243,8 za akcję, co oznacza 10% potencjał spadku.

Podsumowanie wyceny

Model ROE-P/BV	256,0
Waga (%)	40%
Model zdyskontowanych zysków rezydualnych	241,0
Waga (%)	60%
Cena docelowa	247,0
Cena bieżąca	273,0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-10%

Źródło: BDM S.A.

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2020 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,0%, Beta 1,2 oraz premię za ryzyko 5,0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 9,0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3,0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 7,0%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę mBanku na poziomie PLN 241,0 za akcję.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

Model ROE-P/BV

W modelu ROE-P/BV bazujemy na linii regresji P/BV względem ROE Pekao oraz banków porównywalnych. Przyjmujemy 80% wagę dla 2021 r. oraz 20% wagę dla 2022 r. Przy tych założeniach model ROE-P/BV implikuje wycenę mBanku na poziomie PLN 256,0 za akcję.

Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Zależność ta jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników takich jak m.in. wypłacana dywidenda, ryzyko portfela kredytowego (CHF), ocena Zarządu banku, czy współczynniki kapitałowe.

Podsumowanie wyceny

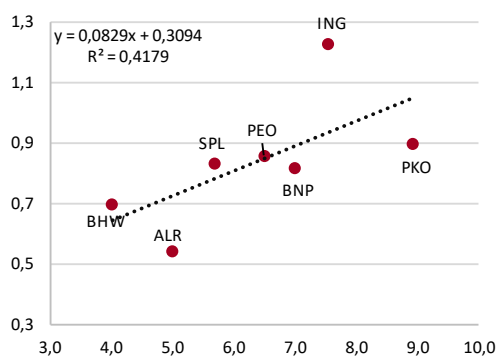
	MC (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		2021P	2022P	2021P	2022P	2021P	2022P
PKO BP	42 638	11,1	10,4	0,90	0,86	8,9%	9,4%
Pekao	22 210	13,3	10,4	0,86	0,84	6,5%	8,1%
Santander	23 031	17,4	11,7	0,83	0,82	5,7%	6,7%
mBank	11 562	18,0	12,3	0,68	0,65	3,8%	5,4%
ING BSK	22 507	13,6	12,5	1,23	1,18	7,5%	9,2%
Handlowy	5 383	17,5	11,8	0,70	0,70	4,0%	5,9%
Millennium	5 411	na	8,8	0,66	0,57	1,7%	9,0%
Alior Bank	3 646	11,0	7,3	0,54	0,50	5,0%	7,2%
BNP Paribas BP	10 467	12,0	10,5	0,81	0,76	7,0%	7,5%
Mediana		13,5	10,5	0,81	0,76	5,7%	7,5%
mBank premia/dyskonto do mediana		34%	17%	-17%	-15%		

PODSUMOWANIE WYCENY:

Na akcję (PLN)	
Model ROE-P/BV	256,0
Waga (%)	40%
Model zdysk. zysków rez.	241,0
Waga (%)	60%
Cena docelowa	247,0
Cena bieżąca	273,0
Potencjał wzrostu/spadku (%)	-10%

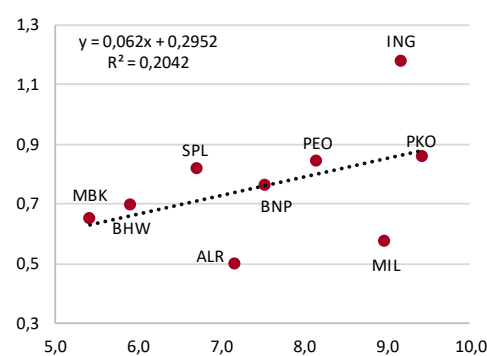
Źródło: BDM, konsensus Bloomberg

Model regresji ROE-P/BV na 2021P



Źródło: BDM

Model regresji ROE-P/BV na 2022P



Źródło: BDM

Model ROE-P/BV:

Równania regresji:

2021P P/BV = 0,0829*ROE+0,3094

2022P P/BV = 0,062*ROE+0,2952

Wagi:

2021P	80%
2022P	20%

Wycena

Wartość godziwa (PLNm)	10 801
Wycena akcję (PLN)	256,0
Potencjał wzrostu/spadku (-6,2%

Model zdysk. zysków rezidualnych	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	Terminal
Zysk netto (PLNm)	104	643	942	1 317	1 383	1 452	1 496
Zmiana r/r (%)		520%	46%	40%	5%	3%	
Kapitał własny (PLNm)	16 673	17 073	17 693	18 540	19 264	19 679	20 086
Wskaźnik wypłaty dyw.	0%	50%	50%	50%	75%	75%	57%
ROE (%)	0,6%	3,8%	5,4%	7,3%	7,3%	7,5%	7,0%
COE (%)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-8,4%	-5,2%	-3,6%	-1,7%	-1,7%	-1,5%	-2,0%
Zdysk. zysk rezidualny	0	-838	-547	-252	-235	-204	-4 385
Stopa wzrostu (g) (%)	3%						
Wartość bieżąca ZZR	-2 077						
Zdysk. wartość rez.	-4 385						
Kapitał własny 2020	16 673						
Wartość godziwa	10 211						
Liczba akcji (mln)	42						
WG na akcję (PLN)	241,0						
Cena rynkowa (PLN)	273,0						
Potencjał wzrostu (%)	-12%						

Source: Vestor DM

Model zdyskontowanych zysków rez.:

- Beta	1,20
- Stopa wolna od ryzyka (%)	3,0%
- Premia za ryzyko (%)	5,0%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	7,0%

Wycena:

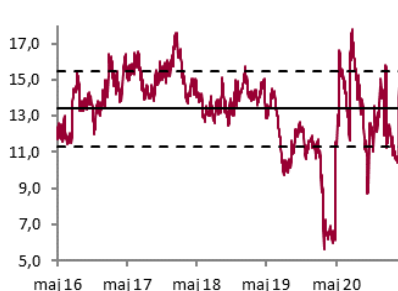
Wartość godziwa (PLNm)	10 211
Wycena akcję (PLN)	241,0
Potencjał wzrostu/spadku (-12%

COE (%)	Długoterminowe ROE (%)			
		6,5%	7,0%	7,5%
	8,5%	238,0	268,0	297,0
	9,0%	215,0	241,0	268,0
	9,5%	195,0	219,0	243,0

mBank - relatywny kurs akcji (12M)



mBank - 1YF P/E, 5Y



mBank - 1YF P/BV, 5Y



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

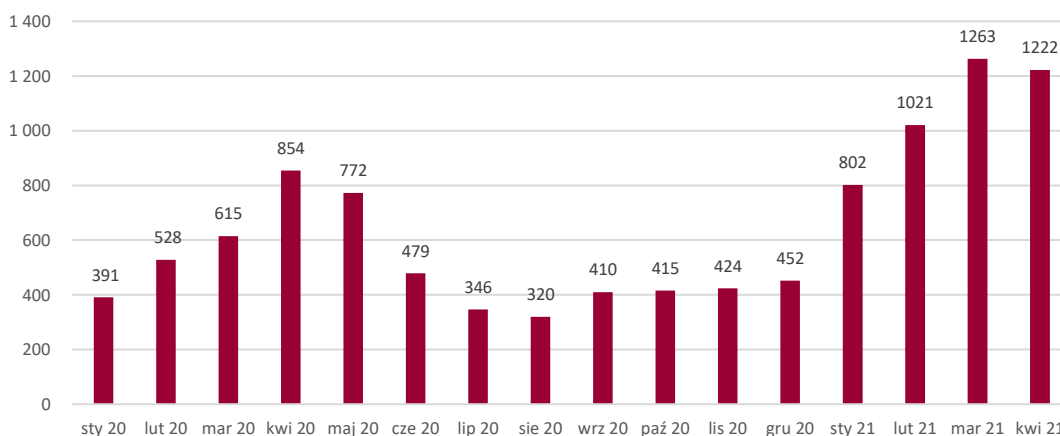
Saga CHF wciąż bez rozstrzygnięcia

Oczekiwane od kilku miesięcy posiedzenia TSUE oraz Sądu Najwyższego nie przyniosły oczekiwanych rozstrzygnięć. Uchwała wydana 7 maja przez SN potwierdziła, że roszczenia klienta i banku są niezależne oraz że bieg przedawnienia rozpoczyna się w momencie stwierdzenia bezskuteczności roszczeń. Z kolei 11 maja sędziowie poprosili o zajęcie stanowiska m.in. NBP, KNF i rzecznika finansowego. Widzimy ryzyko, że nawet po uzyskaniu wymaganych opinii, kluczowe decyzje w dalszym ciągu nie zostaną podjęte. Sąd Najwyższy może wydać uchwałę eliminującą rozwiązania skrajne bez odnoszenia się jednoznacznie do kwestii dot. wynagrodzenia za kapitał, czy możliwości unieważnienia/odfrankowania umowy. W takim scenariuszu obecne orzecznictwo w znacznym stopniu zostanie utrzymane, co może powodować dalszy wzrost liczby pozwów. Potencjalnie korzystnym rozwiązaniem może być propozycja ugód z klientami zgodnie ze scenariuszem zaproponowanym przez Przewodniczącą Komisji Nadzoru Finansowego. Koszty ugód mBank szacuje na PLN 5,5-6,6 mld, czyli na poziomie zbliżonym do posiadanej obecnie nadwyżki kapitałowej.

25 marca 2021 r. miało mieć miejsce kluczowe z punktu widzenia orzecznictwa dot. walutowych kredytów hipotecznych posiedzenie Izby Cywilnej Sądu Najwyższego. Posiedzenie zostało jednak dwukrotnie przełożone, najpierw na 13 kwietnia, a następnie na 11 maja. Jednym z argumentów dla zaproponowanego terminu majowego miało być posiedzenie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej zaplanowane na 29 kwietnia. Posiedzenie TSUE z 29 kwietnia nie przyniosło jednak oczekiwanych rozwiązań. Trybunał stwierdził, że o skutkach abuzywności decydować powinien sąd krajowy na podstawie przepisów prawa krajowego. Jednocześnie na 7 maja (z 15 kwietnia) zostało przełożone posiedzenie Sądu Najwyższego, który miał odpowiedzieć na dwa pytania zadane przez rzecznika finansowego dot. rozliczenia między stronami oraz przedawnienia. Uchwała wydana przez SN potwierdziła, że roszczenia klienta i banku są niezależne (zgodnie z teorią dwóch kondycji) oraz że bieg przedawnienia roszczeń rozpoczyna się w momencie stwierdzenia bezskuteczności roszczeń (eliminując tym samym skrajnie negatywny dla banków scenariusz).

Votum – liczba pozwów dot. walutowych kredytów hipotecznych, 2020-2021

szt.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

11 maja Sąd Najwyższy miał rozstrzygnąć następujące kwestie:

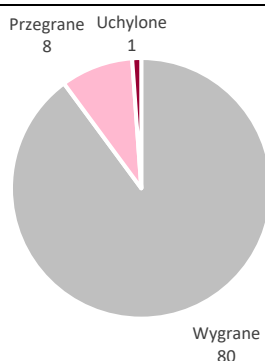
- Czy istnieje możliwość zastąpienia tabel kursowych banków innym rozwiązaniem, np. średni m kursem NBP (pytanie 1)
- Czy w przypadku stwierdzenia istnienia klauzul niedozwolonych umowa może wiązać strony w pozostałym zakresie tzn. czy kredyt może funkcjonować np. jako złotowy oparty na stawce LIBOR (odfrankowanie), czy umowa powinna być unieważniona (pytanie 2 i 3)
- Czy w przypadku stwierdzenia nieważności umowy powstają odrębne roszczenia stron, czy ma zastosowanie teoria salda (pytanie 4)

- Od kiedy powinno się liczyć bieg przedawnienia w przypadku nieważności/bezskuteczności umowy (pytanie 5)
- Czy w przypadku stwierdzenia nieważności stronom przysługuje wynagrodzenie za kapitał (pytanie 6)

Izba Cywilna Sądu Najwyższego nie podjęła jednak uchwały w powyższych kwestiach. Rzecznik SN poinformował, że sędziowie zdecydowali się na skierowanie wniosku o zajęcie stanowiska przez NBP, KNF, rzecznika finansowego, rzecznika praw obywatelskich oraz rzecznika praw dziecka. Wszystkie podmioty mają na wydanie opinii 30 dni. W naszym przekonaniu zasięgnięcie opinii NBP i KNF może sugerować, że SN weźmie pod uwagę społeczno-ekonomiczne koszty wynikające ze skrajnie negatywnych dla banków rozwiązań. Widzimy jednak ryzyko, że nawet po uzyskaniu wymaganych opinii, kluczowe decyzje nie zostaną podjęte. Sąd Najwyższy może wydać uchwałę eliminującą rozwiązania skrajne (przedawnienie, spraedy) bez odnoszenia się jednoznacznie do kwestii dot. wynagrodzenia za kapitał, czy możliwości unieważnienia/odfrankowania umowy. W takim scenariuszu obecne orzecznictwo w znacznym stopniu zostanie utrzymane, co może powodować dalszy wzrost liczby pozwów. Jednocześnie gdy banki będą oczekiwały na potencjalnie przedłużające się ukształtowanie linii orzeczniczej, klienci – zachęceni przez kancelarie prawne – będą w coraz większym stopniu występować na drogę sądową.

Votum – Statystyka wyroków w 2020 r.

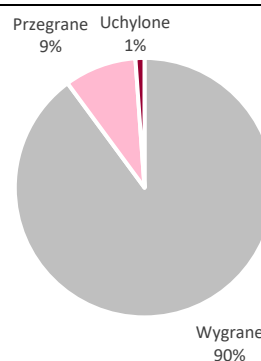
szt.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Votum – statystyka wyroków w 2020 r.

%

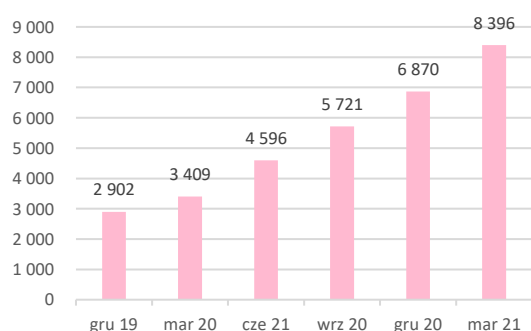


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

W mBanku liczba wytoczonych spraw sądowych dot. klauzul waloryzacyjnych na koniec marca 2021 r. sięgnęła 8,4 tys. i w ciągu roku zwiększyła się o 146%. W samym 2020 r. liczba nowych postępowań sięgnęła niemal 4 tys. W świetle rosnącej liczby spraw jak również utrzymujących się korzystnych dla klientów rozstrzygnięć zarówno mBank, jak i inne banki z portfelem walutowych kredytów hipotecznych regularnie zwiększały rezerwy z tego tytułu. W mBanku na koniec 1Q21 rezerwa na sprawy sporne stanowiła c. 10% portfela wobec 11% w Millennium oraz 7% w Santander Banku. W naszym przekonaniu, przy założeniu utrzymania dotychczasowej linii orzeczniczej obecny stopień obrezerwowania w bankach jest daleki od wystarczającego.

mBank – Liczba indywidualnych spraw sądowych dot. klauzul waloryzacyjnych

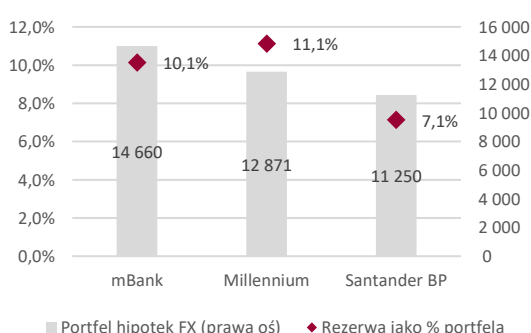
szt.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Rezerwa na sprawy sporne dot. klauzul waloryzacyjnych jako % portfela

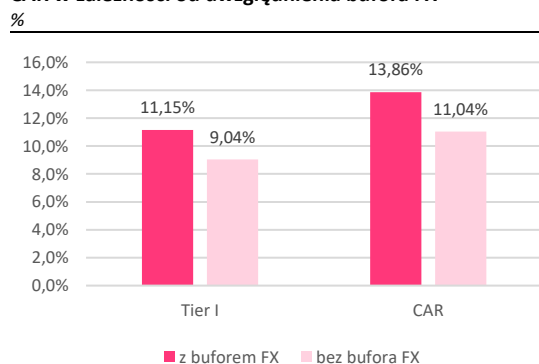
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

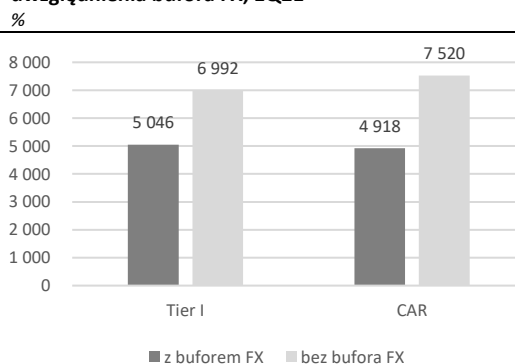
Potencjalnie korzystnym rozwiązaniem może być propozycja ugód z klientami zgodnie ze scenariuszem zaproponowanym przez Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego. Wraz z publikacją wyników za 2020 r. mBank poinformował, że łączny potencjalny wpływ przewalutowania kredytów walutowych według tej propozycji może wynieść PLN 5,5 mld w przypadku konwersji tylko portfela aktywnego i PLN 6,6 mld w przypadku konwersji 100% portfela aktywnego i spłaconego. Portfel kredytów walutowych FX w mBanku na koniec 1Q21 wynosił c. PLN 15 mld PLN, a kapitał własny PLN 16,7 mld. Szacowane koszty w wysokości PLN 5,5-6,6 mld stanowiłyby więc 38-45% aktywnego portfela FX i przewyższałyby nadwyżkę kapitałową, która według naszych szacunków na koniec 1Q21 wynosiła c. PLN 5,0 mld. Zwracamy jednak uwagę, że przy założeniu konwersji kredytów na PLN minimalny wymagany poziom współczynników kapitałowych zostałby prawdopodobnie obniżony w następstwie eliminacji buforów walutowych. W takim scenariuszu nadwyżka kapitałowa mBanku na koniec 1Q21 wyniosłaby c. PLN 7,0 mld. Przypominamy jednak, że ugody są tylko jednym z kilku scenariuszy. Część klientów pomimo propozycji ugody zdecyduje się na ścieżkę sądową, co może skutkować dalszymi odpisami na ryzyko prawne. Na koniec 1Q21 portfel walutowych kredytów hipotecznych w mBanku wynosił PLN 14,7 mld, a rezerwy na ryzyko prawne z tego tytułu wynosiły PLN 1,5 mld (c. 10% portfela).

mBank – Minimalne wymagane współczynniki Tier I i CAR w zależności od uwzględnienia bufora FX



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

mBank – Nadwyżka kapitałowa w zależności od uwzględnienia bufora FX, 1Q21



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Zmiana prognoz na lata 2021-2023P

Solidne wyniki za 4Q20/1Q21 wraz z poprawiającą się perspektywą odbudowy gospodarki skłoniły nas do podwyższenia prognoz zysku netto dla mBanku o 32% w 2021 r. oraz o 34% w 2022 r. Nasze prognozy są 55% oraz 14% powyżej konsensusu.

- Wolniejsze tempo odbudowy wolumenów kredytowych w 4Q20/1Q21 połączone z nieznacznie większą od oczekiwanej presją na marżę odsetkową ze strony obniżek stóp procentowych skłoniły nas do obniżenia prognoz wyniku odsetkowego o 7% w 2021 r. oraz o 4% w 2022 r.
- Bardzo dobre trendy widoczne za równo w 4Q20, jak i w 1Q21 w zakresie opłat i prowizji skłoniły nas do podwyższenia prognoz wyniku z opłat i prowizji o 14% w 2021 r. oraz o 13% w 2022 r.
- Ze względu na wysoki zysk na sprzedaży papierów dłużnych zrealizowany w 1Q21 podwyższamy nasze prognozy pozostałych przychodów o 44% w 2021 r. Dobry wynik na pozostałych liniach przychodowych skłonił nas z kolei do podwyższenia prognoz pozostałych przychodów w 2022 r. o 26%.
- Dobra dyscyplina kosztowa widoczna zarówno w 4Q20, jak i w 1Q21 spowodowała, że obniżamy nasze prognozy kosztów administracyjnych o 5% zarówno w 2021 r., jak i w 2022 r.
- Niższe od oczekiwanych odpisy na ryzyko kredytowe w 4Q20/1Q21 wraz z poprawiającą się wizją odbudowy gospodarki skłoniły nas do obniżenia prognoz salda rezerw o 25% w 2021 r. oraz o 18% w 2022 r. Podwyższamy jednocześnie założenia dot. rezerw na walutowe kredyty hipoteczne o 26% w 2021 r. oraz o 5% w 2022 r.
- W efekcie powyższych zmian podwyższamy nasze prognozy zysku netto dla mBanku o 32% w 2021 r. (do PLN 643m) oraz o 34% w 2022 r. (do PLN 942m).

mBank – Zmiana prognoz na lata 2021-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P			2022P			2023P		
	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)	Poprzednie	Obecne	Zmiana (%)
Wynik odsetkowy	4 183	3 887	-7%	4 469	4 270	-4%	4 761	4 594	-4%
Wynik z opłat i prowizji	1 576	1 802	14%	1 670	1 893	13%	1 771	2 006	13%
Pozostałe przychody	188	270	44%	202	255	26%	218	265	22%
Przychody ogółem	5 947	5 960	0%	6 341	6 418	1%	6 750	6 865	2%
Koszty administracyjne	-2 545	-2 416	-5%	-2 665	-2 528	-5%	-2 787	-2 642	-5%
EBIT przed rezerwami	3 401	3 610	3%	3 677	3 890	6%	3 963	4 223	7%
Saldo rezerw	-1 291	-965	-25%	-1 105	-903	-18%	-1 062	-811	-24%
- Rezerwy na CHF	-675	-852	26%	-735	-776	5%	-787	-679	-14%
Podatek bankowy	-543	-549	1%	-570	-580	2%	-598	-617	3%
Zys brutto	982	1 244	27%	1 267	1 631	29%	1 517	2 116	40%
Podatek dochodowy	-495	-601	21%	-562	-689	23%	-636	-799	26%
Zys netto	487	643	32%	704	942	34%	881	1 317	50%
Skorygowany zysk netto	487	643	32%	704	942	34%	881	1 317	50%

Źródło: Szacunki BDM S.A.

mBank – Skorygowany wynik netto, BDM vs. konsensus

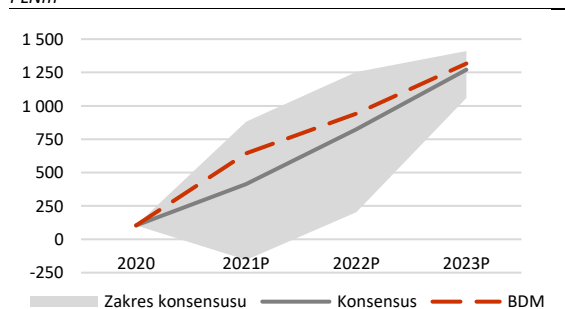
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P	2023P
BDM	643	942	1 317
Konsensus	414	824	1 271
BDM vs. konsensus	55%	14%	4%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

mBank – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

Wyniki mBanku za 1Q21

W 1Q21 zysk netto mBanku wyniósł PLN 317m (249% r/r) i był 34% powyżej konsensusu oraz 7% poniżej naszych oczekiwań. Pozytywnie zaskoczyło saldo rezerw (-25% vs. konsensus), ale także wynik prowizyjny (+13% vs. konsensus), koszty oraz pozostałe przychody. Nieco słabszy od oczekiwań był wynik odsetkowy, z kolei znacznie wyższa od naszych i rynkowych założeń była efektywna stopa podatkowa. Bank zawiązał PLN 66m rezerwy na walutowe kredyty hipoteczne (wobec naszych oczekiwań PLN 50m). Na telekonferencji po wynikach Zarząd poinformował, że 1Q21 był prawdopodobnie ostatnim kwartałem spadku wyniku odsetkowego. Koszty ryzyka z 1Q21 w opinii CRO nie są do ekstrapolacji – w 2021 r. mogą być nieznacznie niższe niż w 2020 r., a większego spadku należy się spodziewać dopiero w 2022 r.

- W 1Q21 zysk netto mBanku wyniósł PLN 317m (249% r/r) i był 34% powyżej konsensusu (PLN 237m) oraz 7% poniżej naszych oczekiwań (PLN 342m). Pozytywnie zaskoczyło saldo rezerw (-25% vs. konsensus), ale także wynik prowizyjny (+13% vs. konsensus), koszty oraz pozostałe przychody. Nieco słabszy od oczekiwań był wynik odsetkowy, z kolei znacznie wyższa od naszych i rynkowych założeń była efektywna stopa podatkowa. Bank zawiązał PLN 66m rezerwy na walutowe kredyty hipoteczne (wobec naszych oczekiwań PLN 50m).
- Wyniki mBanku za 1Q21 odbieramy pozytywnie. W 1Q21 niemal wszystkie linie – poza wynikiem odsetkowym – wykazały bardzo dobrą dynamikę, w tym szczególnie wynik prowizyjny (nawet pomimo, że uwzględniał elementy jednorazowe). O ile wynik netto był pod wpływem relatywnie wysokiego wyniku na sprzedaży papierów dłużnych, zwracamy uwagę, że wpływ ten został z nawiązką skompensowany przez wyższą od oczekiwań (naszych i rynkowych) efektywną stopę podatkową. Dobry – na tle sektora – był też wzrost kredytów (3% r/r, 4% kw/kw).
- Konsensus (wg Bloomberg) zakłada, że zysk netto banku wyniesie PLN 414m w 2021 r. oraz PLN 824m w 2022 r. Biorąc pod uwagę solidne wyniki za 1Q21 naturalne wydaje się podniesienie prognoz konsensusu na 2021 r., chociaż pod znakiem zapytania stoi wartość rezerw na CHF, które obciążą wyniki w 2021 r. Rozwiązanie kwestii walutowych kredytów hipotecznych jest obecnie kluczowym elementem wpływającym na wycenę oraz przyszłe wyniki finansowe mBanku.

mBank – wybrane dane, 1Q20-1Q21

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	r/r	kw/kw	vs. kons.	vs. BDM	Kons.	BDM
Wynik odsetkowy	1 065	1 007	960	977	947	-11%	-3%	-2%	-2%	964	968
Wynik z opłat i prowizji	363	363	373	409	468	29%	14%	13%	13%	416	415
Pozostałe przychody	6	100	77	166	124	1916%	-25%	21%	-28%	102	173
Przychody ogółem	1 434	1 469	1 411	1 552	1 539	7%	-1%	4%	-1%	1 482	1 556
Koszty	-736	-572	-567	-537	-665	-10%	24%	-2%	-1%	-680	-668
EBIT przed rezerwami	698	898	844	1 016	874	25%	-14%	na	-1%	na	887
Saldo rezerw	-422	-541	-456	-896	-231	-45%	-74%	-25%	-11%	-309	-261
Zysk brutto	144	218	255	-8	504	250%	na	na	2%	na	495
Zysk netto	91	87	101	-175	317	249%	na	34%	-7%	237	342

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

- Słabszy wynik odsetkowy.** Wynik odsetkowy spadł -11% r/r (-3% kw/kw) i był 2% poniżej konsensusu. Marża odsetkowa wyniosła 2,09% (vs. 2,21% w 4Q20 oraz 2,63% w 1Q20), przy wzroście średnich aktywów odsetkowych o 12% r/r (3% kw/kw). Marża na aktywach wyniosła 2,25% (vs. 2,41% w 4Q20 oraz 3,30% w 1Q20), a koszty finansowania 0,18% (vs. odpowiednio 0,22% oraz 0,74%).
- Bardzo mocny wynik z opłat i prowizji wspomagany przez elementy jednorazowe.** Wynik z opłat i prowizji wyniósł PLN 468m (29% r/r, 14% kw/kw) i był 13% powyżej konsensusu. Przychody prowizyjne wzrosły o 19% r/r (6% kw/kw), a koszty prowizyjne zmniejszyły się -2% r/r (-12% kw/kw). W ujęciu kwartalnym (ale też rocznym) bardzo istotnie wzrosły przychody za prowadzenie rachunków (141% r/r, 79% kw/kw). Według informacji banku przychody prowizyjne za prowadzenie rachunków uwzględniały c. PLN 40m elementów jednorazowych.

- **Niższe koszty administracyjne.** Koszty administracyjne spadły -10% r/r (24% kw/kw) i były 2% poniżej konsensusu. Koszty osobowe spadły -8% r/r, koszty rzeczowe -17% r/r, amortyzacja -9% r/r, a zatrudnienie spadło -3% r/r (-1% kw/kw). łączna składka na BFG wyniosła PLN 154m i była nieznacznie wyższa od naszych oczekiwań (PLN 142m).
- **Saldo rezerw znacznie poniżej oczekiwań.** Saldo rezerw wyniosło PLN 231m (-45% r/r, -74% kw/kw) i było 25% poniżej oczekiwań rynkowych. Bank zawiązał PLN 66m rezerwy na walutowe kredyty hipoteczne (wobec naszych oczekiwań na poziomie PLN 50m). Rezerwy (bez CHF) w segmencie detalicznym wyniosły PLN 119m (vs. PLN 113m w 4Q20 oraz PLN 222m w 1Q20), a w segmencie korporacyjnym PLN 69m (vs. PLN 134m w 4Q20 oraz PLN 190m w 1Q20).

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	247,0	Akumuluj	192,0	14.05.2021	7:00 CEST	273,0	62 005
Akumuluj	192,0	Sprzedaj	179,0	14.12.2020	7:00 CEST	179,3	55 501
Sprzedaj	179,0	-	-	21.04.2020	8:00 CEST	223,0	45 617

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC – średni ważony koszt kapitału
 CAGR – średnioroczny wzrost
 EPS – zysk netto na 1 akcję
 DPS – dywidenda na 1 akcję
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'21*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	25%	0	0%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	2	25%	0	0%
Redukuj	2	25%	1	100%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 14.05.2021 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.05.2021 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 13.05.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.