



piątek, 13 września 2024 | komentarz specjalny

Polskie banki: Analiza potencjalnej fuzji Pekao-Alior

PEO PW; ALR PW, PZU PW | Finanse, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 515 025 640, Mikołaj Lemańczyk +48 501 663 511

Minister Aktywów Państwowych Jakub Jaworowski udzielił niedawno wywiadu PAP. Kilka z jego wypowiedzi skłoniło nas do bliższego przyjrzenia się segmentowi bankowości Grupy PZU i jego perspektywom na przyszłość, w tym potencjalnej fuzji Banku Pekao z Alior Bankiem.

Co powiedział minister Jaworowski:

- Minister Jaworowski oczekuje, że PZU w strategii zaproponuje, co zrobić z Pekao i Alior Bankiem.
- Wg ministra z badań z badań rynkowych wynika, że jest problematyczne dla PZU posiadanie dwóch banków.
- Na świecie model bancassurance się już „wyczerpał”, więc fakt, że w polskie PZU posiada aż dwa banki to nadzwyczajna sytuacja.
- Ministra nie zraża poprzednia nieudana próba połączenia Pekao z Alior Bankiem – jego zdaniem istnieją różne sposoby łączenia spółek.
- W ocenie pana Jaworowskiego Skarb Państwa ma do odegrania istotną rolę w sektorze bankowym, co pokazał ostatni globalny kryzys.
- Jak jednak zaznacza, udział kapitału narodowego i państwowego w sektorze bankowym jest już tak wysoki, że trudno sobie wyobrazić jego dalsze zwiększanie.
- Jednocześnie minister zastrzega, że nie oznacza to rezygnacji z jakichkolwiek możliwości fuzji i przejęć przez banki z udziałem Skarbu Państwa.
- W opinii ministra Jaworowskiego udział Skarbu Państwa w sektorze bankowym ma służyć zabezpieczeniu interesów gospodarczych Polski w razie kryzysu, a także budować wartość dla inwestorów.

Naszym zdaniem wypowiedzi ministra Jaworowskiego mogą być odczytywane jako **presja na zarząd PZU, by rozważył zmiany w strukturze działalności bankowej**. Wywiad ministra ponownie rozbudził spekulacje na temat fuzji Aliora i Pekao. Koncepcja połączenia pojawiła się po raz pierwszy konferencji wynikowej PZU za 1Q'24 – prezes Artur Olech wspominał wtedy o potrzebie przeanalizowania portfela bankowego, a wtórował mu prezes PZU Życie Jarosław Mastalerz, dodając, że na razie zarząd nie poda żadnej informacji, jakie opcje rozważa.

Widzimy 5 następujących możliwych scenariuszy reorganizacji segmentu bankowego PZU. Za najbardziej prawdopodobne uważamy dwa pierwsze z nich:

- Połączenie Banku Pekao z Alior Bankiem,
- Utrzymanie obecnych udziałów i struktury segmentu bankowości, tj. brak zmian,
- Sprzedaż udziałów w Alior Banku,
- Sprzedaż udziałów w Banku Pekao,
- Sprzedaż obu banków.

Przyczyny, dla których PZU raczej nie sprzeda obu banków ani tylko Banku Pekao

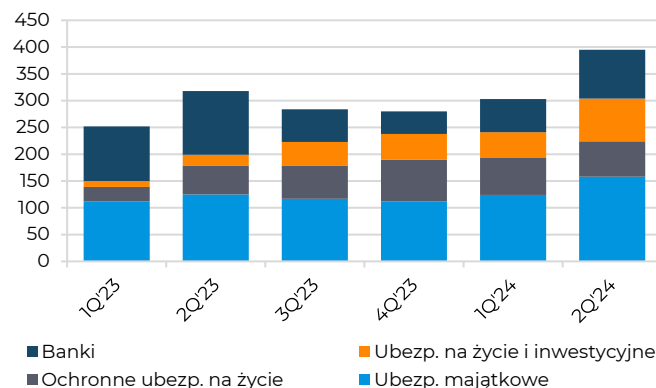
Po pierwsze, w czwartek 12 września 2024 r. wiceminister aktywów państwowych Robert Kropiwnicki powiedział, że nie

ma planów sprzedaży ani Alior Banku ani Banku Pekao przez PZU.

Po drugie, zarówno Alior Bank, jak i Bank Pekao mają pozytywny wpływ na PZU nie tylko jako źródła zysku, ale także poprzez cross-selling produktów bankowych i ubezpieczeniowych.

W 2023 r. wygenerowana wspólnie z Bankiem Pekao i Alior Bankiem składka przypisana brutto PZU wyniosła 1,1 mld PLN, a w I półroczu 2024 r. była ona na poziomie 0,7 mld PLN. Dane te świadczą o tym, że – wbrew temu, co o wyczerpaniu modelu bancassurance na świecie mówił minister Jaworowski – w przypadku PZU **model bancassurance sprawdza się nadal bardzo dobrze, i w związku z tym całkowite wyjście z inwestycji w sektorze bankowym nie byłoby uzasadnione.**

Składka przypisana brutto wygenerowana łącznie przez PZU, Bank Pekao i Alior Bank (mln PLN)



Źródło: PZU, mBank

Z perspektywy budżetu państwa, sprzedaż obu banków przez PZU można by uznać za uzasadnioną dopóki nie zwrócimy uwagi na wysoki udział Pekao i Alior Banku w generowaniu wyników Grupy, a tym samym na ich znaczącą rolę w ustalaniu wysokości dywidend. **Według naszych obliczeń, zbycie udziałów w obu bankach po szacowanej przez nas wartości godziwej przyniosłoby polskiemu budżetowi 4 080 mln PLN (wypłata 80%). Z kolei w przypadku fuzji banki mogłyby wypłacić łącznie 2 911 mln PLN z zysków za 2 lata.**

Z punktu widzenia budżetu państwa, sprzedaż banków przez PZU byłaby mniej korzystna niż regularne wypłaty dywidend z zysków generowanych łącznie z bankami

	Bank Pekao	Alior Bank
Wartość godziwa* (mln PLN)	48 738	16 189
Udział PZU	20%	32%
Wartość udziału PZU (mln PLN)	9 748	5 166
Stopa wypłaty dyw. PZU	80%	80%
Nominalna dywidenda (mln PLN)	7 798	4 133
Udział SP w PZU (34,2%)	2 667	1 413

Źródło: Banki *W oparciu o naszą cenę docelową

Należy jednak pamiętać, że Bank Pekao jest ponad trzykrotnie większy od Aliora, przez co ma też większy udział w zyskach PZU pomimo mniejszego udziału Grupy w jego akcjonariacie. **To dlatego naszym zdaniem PZU raczej nie będzie chciało pozbyć się aktywów Banku Pekao.**

Sprzedaż Alior Banku – możliwa, ale mało prawdopodobna

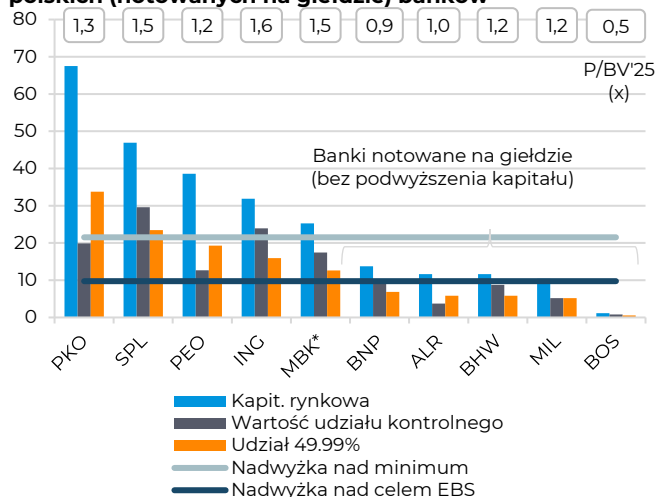
Naszym zdaniem sprzedaż udziałów PZU w Alior Banku (31,91%) nie jest jeszcze wykluczona. W takim scenariuszu PZU rozpoznaby duży jednorazowy zysk (pomiędzy 1,4 mld PLN a 2,4 mld PLN, czyli do 1,66 PLN a 2,82 PLN na akcję – jest przebiegiem między obecną wyceną rynkową a naszą ceną docelową wg wartości godziwej).

Biorąc pod uwagę mocną pozycję kapitałową PZU, zysk ze sprzedaży mógłby zostać wypłacony w formie dywidendy, co byłoby korzystne dla budżetu państwa. Inną możliwością jest jego zainwestowanie w inne obiecujące segmenty, jak usługi medyczne.

Mimo wszystko prawdopodobieństwo zbycia Aliora jest naszym zdaniem niskie – w tym scenariuszu PZU straciłoby jeden kanał bancassurance. Ponadto obecnie inwestycja w Alior daje większy zwrot niż alternatywne inwestycje na rynku kapitałowym. Co więcej, biorąc pod uwagę wielkość Aliora, na jego akwizycję może pozwolić sobie jedynie duża grupa bankowa lub inwestor finansowy, jak np. Erste Group, która niedawno wyraziła zainteresowanie polskim rynkiem. Przejmując Alior Bank, zarówno nowy jak i istniejący już na polskim rynku gracz stałby się zagrożeniem dla pozycji rynkowej Banku Pekao.

Aktywa Alior Banku mogą stanowić bardzo atrakcyjną okazję do przejęcia dla Erste Group. Erste może pozwolić sobie na zakup 100% udziałów w Alior Banku bez konieczności pozyskiwania dodatkowego kapitału. Co więcej, same udziały PZU dadzą nabywcy pakiet kontrolny – bez konieczności ogłaszania wezwania na 100% akcji. Wreszcie, aktywa Aliora to dla nowego gracza świetny punkt wejścia na polski rynek bankowy.

Nadwyżka kapitałowa Erste Group pozwala na przejęcie 5 polskich (notowanych na giełdzie) banków



Źródło: Banki, mBank *P/BV na podstawie konsensusu Bloomberg'a

Podsumowując, uważamy, że sprzedaż Aliora można uzasadnić jedynie potrzebami budżetu skarbu państwa lub koniecznością pozyskania finansowania na alternatywną inwestycję, która w ciągu kilku lat przyniosłaby PZU wyższe zyski niż Alior.

Dwa najbardziej prawdopodobne scenariusze zakładają utrzymanie status quo

Z punktu widzenia akcjonariuszy, zasadność fuzji Banku Pekao i Alior Banku musi być bardzo dobrze uargumentowana. Przypominamy, że pierwsza próba połączenia banków miała miejsce w 2018 r., ale wtedy ostatecznie udało się osiągnąć porozumienia na warunkach, które Zarząd Pekao uznałby za generujące potencjalnie największą dodatkową wartość dla

akcjonariuszy banku. **Uważamy, że również dziś analiza potencjalnych korzyści z fuzji dla akcjonariuszy może doprowadzić do podobnych wniosków i w efekcie z ponownej rezygnacji z pomysłu połączenia banków.**

Należy jednak zwrócić uwagę, że w 2018 r. sytuacja finansowa Alior Banku różniła się od obecnej: ROE było na poziomie 11% wobec 23% szacowanych w 2024 r., CoR wynosił 186 p.b. vs. 69 p.b. w 2024P, a wskaźnik C/I był na poziomie 45% vs. 37% w 2024P. Co więcej, bazowa stopa procentowa w 2018 r. wynosiła 1,50% w porównaniu do obecnych 5,75%, które mogą zostać obcięte do 4,00%.

Po drugie, w zależności od struktury, potencjalna transakcja w pierwszych latach po połączeniu może mieć neutralny lub nawet rozładniający wpływ na wyniki finansowe PZU, a kanał bancassurance może osiągać gorsze wyniki ze względu na mniej zmotywowanych pracowników.

Drugi najbardziej prawdopodobny scenariusz: fuzja!

Naszym zdaniem fuzja Banku Pekao i Alior Banku to prawdopodobny scenariusz, choć nie bardziej prawdopodobny niż pozostawienie status quo. W obu scenariuszach oczekujemy, że Bank Pekao będzie stroną przejmującą.

Jakie są argumenty za fuzją?

Uważamy, że fuzja Banku Pekao i Alior Banku może przynieść synergie kosztowe.

Patrząc na podobne transakcje z przeszłości, synergie kosztowe mogłyby osiągnąć równowartość 1,2% przejmowanych aktywów, czyli ok. 1,15 mld PLN.

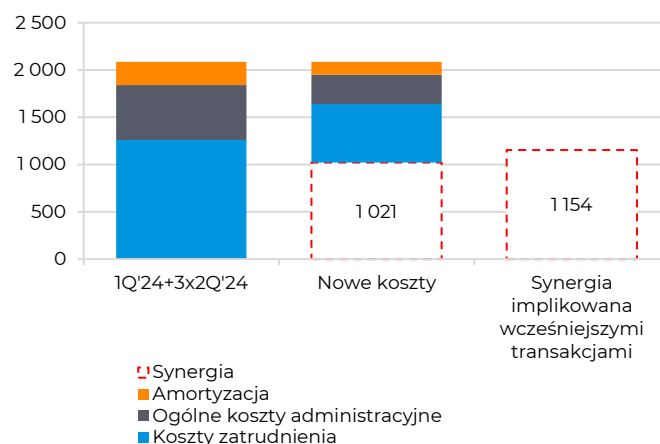
Jeśli weźmiemy koszty poniesione przez Alior Bank w I połowie 2024 r., zannualizujemy je i zmniejszymy o połowę, i jeśli dodatkowo zredukujemy wydatki na marketing, doradztwo i usługi i „wyzerujemy” koszty szkoleń, otrzymujemy szacowane synergie z połączenia na podobnym poziomie 1,0 mld PLN. Potwierdza to wnioski z wcześniejszych transakcji.

Synergie i koszty przy wcześniejszych fuzjach banków*

	Koszty integracji	Synergie kosztowe
BZ WBK + Kredyt Bank	-1,15%	0,83%
PKO BP + Nordea	-0,65%	0,70%
Alior Bank + BPH	-0,61%	1,18%
Santander + DB	-1,39%	1,82%
BNP + Raiffeisen	-1,26%	1,26%
Millennium + Eurobank	-2,51%	1,50%
Średnia	-1,26%	1,21%

Źródło: Banki, mBank *% aktywów

Porównanie potencjalnych synergii z połączenia w oparciu o korektę kosztów Aliora i wcześniejsze transakcje (mln PLN)

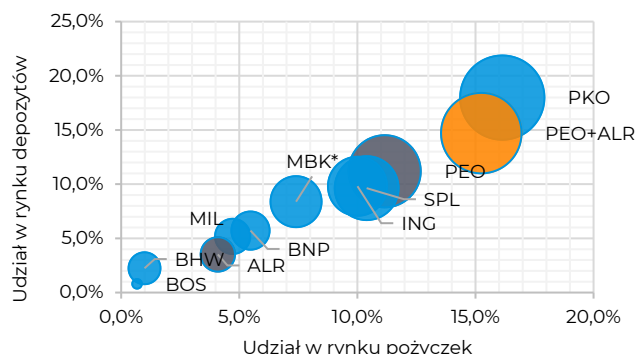


Źródło: mBank

Drugim argumentem przemawiającym za fuzją jest naszym zdaniem fakt, że pozycja Banku Pekao jako drugiego największego banku w Polsce jest zagrożona przez graczy nr 3 i 4, czyli ING Bank Śląski i Santander Bank Polska. Co więcej, jeśli Erste Group zdecyduje się wejść na polski rynek to będzie zapewne dążyć do zajęcia pozycji w pierwszej trójce.

Przejęcie Aliora pozwoliłoby Pekao zbudować bezpieczny dystans do konkurencji. Bank umocniłby swoje udziały rynkowe we wszystkich produktach i odzyskałby pozycję lidera kredytach korporacyjnych, a w depozytach korporacyjnych zapewniłby sobie 1 miejsce.

Fuzja z Alior Bankiem pozwoliłaby Bankowi Pekao zbliżyć się do PKO BP i zwiększyć dystans do ING i SPL (stan na 1Q'24, wielkość bąbelka = kapitalizacja rynkowa)



Źródło: Banki, mBank

Podsumowując, uważamy, że fuzja Banku Pekao i Alior Banku może być uzasadniana synergiami kosztowymi, które w oparciu o historyczne transakcje szacujemy na 1,1 mld PLN (14% łącznych kosztów na koniec 2024P). Dodatkowo fuzja pomogłaby Bankowi Pekao umocnić 2 pozycję na rynku i uzyskać wiodącą pozycję w bankowości korporacyjnej – segmencie, który naszym zdaniem będzie głównym motorem wzrostu wyników polskich banków w następnej dekadzie.

A co z kosztami integracji po fuzji?

Uważamy, że koszty integracji będą kluczową kwestią w potencjalnych rozmowach pomiędzy Bankiem Pekao i Alior Bankiem.

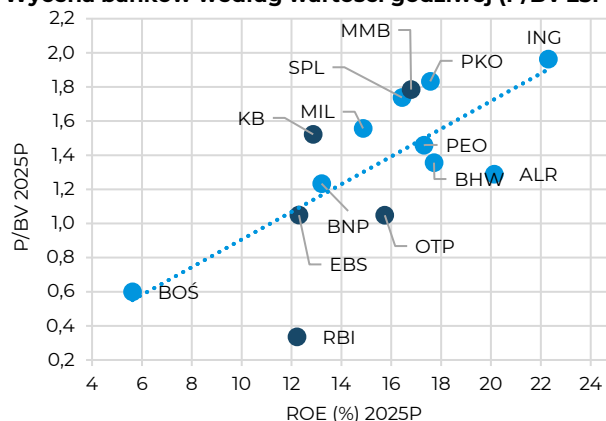
Patrząc na wcześniejsze transakcje, szacujemy, że koszty integracji mogą wynieść nawet 1,2 mld PLN (przedział 580 mln – 2 389 mln PLN). Kwota ta najprawdopodobniej zostałaby zakwestionowana przez rynek. Co więcej, tak jak to było w 2018 r., koszty integracji mogą wręcz okazać się ostatecznym argumentem przeciwko fuzji. Wątpliwości rynku mogą też budzić kompatybilność systemów informatycznych i czas trwania migracji klientów Aliora. Weryfikacja z zewnątrz wewnętrznych wyliczeń kosztów integracji może się jednak okazać trudna lub wręcz niemożliwa.

Ile wart jest Alior Bank?

Jako referencyjną cenę potencjalnego przejęcia Alior Banku przez Bank Pekao przyjmujemy szacowaną przez nas wartości godziwą.

Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę oczekiwane w 2025 r. ROE na poziomie 20% i stopę dywidendy w wysokości 9%, obecna wycena rynkowa Alior Banku jest za niska. Należy również zauważyć, że Alior Bank nadal jest notowany z dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych ze względu na wcześniejsze problemy z jakością aktywów.

Wycena banków według wartości godziwej (P/BV'25P)



Źródło: mBank

Więcej na temat naszej aktualnej wyceny Alior Banku można przeczytać w najnowszym raporcie dotyczącym sektora bankowego ([link](#)).

Dla inwestorów, którzy mogą zastanawiać się na wcześniejszą realizację zysku z inwestycji w akcje Aliora, **przedstawiamy również scenariusz dla ceny pośredniej** (tj. ceny pomiędzy obecną wyceną rynkową a naszą wartością godziwą).

Wpływ potencjalnej fuzji na wyniki PZU

W ramach naszego badania zdecydowaliśmy się przeanalizować scenariusz zawarcia fuzji przez Bank Pekao i Alior Bank na początku 2025 r.

Synergie kosztowe w takim scenariuszu mogłyby zostać wyliczone na blisko 1,1 mld PLN, z czego 33% zostałyby rozpoznane w 2025 r., a 75% w 2026 r.

Z kolei koszty integracji po fuzji byłyby podzielone równo na lata 2025 i 2026.

Zysk netto połączonego banku po uwzględnieniu synergii i kosztów integracji wyniósłby w 2025 r. 7,87 mld PLN, tj. o 2% mniej od sumy oczekiwanych w przyszłym roku zysków Alior Banku i Banku Pekao na poziomie 8,04 mld PLN.

Jednak w 2026 r. prognozowany zysk netto połączonego banku (z kosztami i synergiami) wyniósłby 7,72 mld PLN, czyli o 2% więcej niż suma oczekiwanych na ten rok zysków dwóch banków.

Prognoza wyników połączonego PEO=ALR (fuzja w 2025 r.)

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Wynik odsetkowy	8 243	11 923	12 177	17 463	16 947
Wynik prowizyjny	2 710	2 786	2 776	3 793	3 995
Wynik handlowy netto	215	537	440	460	500
Pozostałe przychody	-152	-16	80	120	120
Wynik pozaodsetkowy	2 773	3 307	3 297	4 374	4 615
WNDB	11 016	15 230	15 474	21 836	21 562
Koszty dział. oper.	4 905	4 821	5 425	8 352	8 753
Koszty integracji				599	599
Synergie kosztowe				-359	-816
Zysk operacyjny	6 111	10 409	10 049	13 244	13 025
Saldo rezerw	2 368	1 056	1 278	1 733	1 624
Zyski jedn. zależnych	5	6	6	6	6
Zysk brutto	3 748	9 359	8 778	11 518	11 407
Podatek dochodowy	1163	1 900	1 786	2 419	2 396
Udziały mniejszości	-2	-2	-2	-2	-3
Podatek bankowy	866	879	907	1 229	1 294
Zysk netto	1 717	6 578	6 083	7 868	7 715
Zysk netto Pekao + Alior				8 040	7 579
Zysk netto przy 100% synergii, bez kosztów integracji					8 734

Źródło: Bank Pekao, mBank

Bez kosztów integracji i przy założeniu maksymalnej synergii nasz szacowany zysk netto za 2026 r. wzrasta do 8,73 mld PLN (+15% w porównaniu z połączonymi zyskami dwóch banków). Wystarczyłoby to z nawiązką do zrekompensowania negatywnych skutków obniżek stóp procentowych.

Połączenie przez wymianę udziałów

Przy naszej wycenie Alior Banku według wartości godziwej, Bank Pekao powinien zaoferować 0,84 swojej akcji za każdą akcję Aliora. Przełożyłoby się to na 109,6 mln nowych akcji Pekao, co zwiększyłoby łączną liczbę wyemitowanych akcji do 372 mln.

W rezultacie, w pierwszym roku po fuzji, szacowany EPS połączonego banku na poziomie 21,1 PLN byłby nieco niższy niż jednostkowy wynik Pekao, ale w 2026 r. kwoty te zbiegłyby się do niemal tego samego poziomu. Przy pełnych synergiiach i bez kosztów integracji, EPS za 2026P byłby o 13% wyższy niż obecna prognoza EPS dla Banku Pekao.

Jednocześnie szacujemy, że ROE połączonego banku spadłoby w 2025 i 2026 r. do 15% z 17%-16% prognozowanych obecnie. Przy maksymalnych synergiiach i nie licząc kosztów integracji ROE w 2026 r. wzrosłoby do 16,7%.

Porównanie aktualnych prognoz EPS, ROE i DPS dla Banku Pekao i „nowego” Banku Pekao po fuzji (372 mln akcji, Alior po naszej cenie docelowej)

(PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
EPS Bank Pekao	25,06	23,17	21,52	20,78
EPS Nowy Bank Pekao			21,14	20,73
EPS nowy Bank Pekao 2*				23,5
ROE Bank Pekao	24,8%	19,6%	17,3%	15,9%
ROE Nowy Bank Pekao			15,3%	14,7%
ROE Nowy Bank Pekao 2*				16,7%
DPS Bank Pekao**			16,14	15,58
DPS Nowy Bank Pekao**			15,86	15,55

Źródło: mBank *Maksymalne synergii, bez kosztów integracji **DPS z zysku za dany rok

Nowy Bank Pekao utrzymałby mocną pozycję kapitałową i mógłby kontynuować regularne wypłaty dywidend. Wskaźnik wypłaty na poziomie 75% przełożyłoby się na DPS wysokości 16,14 PLN w 2026 r. 15,58 PLN w 2027 r.

Porównanie aktualnych prognoz EPS, ROE i DPS dla Banku Pekao i „nowego” Banku Pekao po fuzji (357 mln akcji, Alior po cenie pośredniej pomiędzy ceną docelową i aktualną wyceną rynkową)

(PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
EPS Bank Pekao	25,06	23,17	21,52	20,78
EPS Nowy Bank Pekao			22,01	21,58
EPS nowy Bank Pekao 2*				24,43
ROE Bank Pekao	24,8%	19,6%	17,3%	15,9%
ROE Nowy Bank Pekao			16,0%	15,4%
ROE Nowy Bank Pekao 2*				17,4%
DPS Bank Pekao**			16,14	15,58
DPS Nowy Bank Pekao**			16,51	16,19

Źródło: mBank *Maksymalne synergii, bez kosztów integracji **DPS z zysku za dany rok

Fuzja finansowana gotówką (gotówka + podwyższenie kapitału)

W scenariuszu fuzji finansowanej hybrydowo zakładamy, że Bank Pekao musiałby podwyższyć kapitał aby częściowo sfinansować przejęcie.

Minimalny wskaźnik Tier 1, którego Bank Pekao powinien móc oczekiwać po fuzji, to 13,00%. Składa się na to obecny minimalny wymóg regulacyjny w wysokości 9,50% + 2 p.p. przyszłego bufora antycyklicznego, ok. 0,5 p.p. zakładanego negatywnego efektu związanego z wdrożeniem Bazylei IV oraz 1 p.p. bufora bezpieczeństwa powyżej minimalnego wymogu.

Oferta hybrydowa mogłaby mieć co najmniej dwa warianty: jednym byłoby zatrzymanie przez Bank Pekao zysku za 2024 r. w celu częściowej zapłaty za transakcję, a w drugim bank mógłby wypłacić dywidendy w wysokości 50% zysku za 2024 r. w 2025 r.

W takim przypadku wskaźnik Tier 1 połączonego banku spadłby do 13,00%. Aby odbudować kapitał do poziomu sprzed fuzji, Pekao prawdopodobnie musiałoby zmniejszyć lub wstrzymać wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy w 2025 r.

Porównanie podwyższenia kapitału skierowanego do free floatu w celu przejścia Aliora z wartością free floatu Aliora w transakcji

	Podwyższenie kapitału	Akcje dla free floatu	Wartość free float Aliora
Cena docelowa dla Aliora, brak DPS'24	3 329	2 330	11 023
Cena pośrednia Aliora, brak DPS '24	1 167	817	9 551
Cena docelowa dla Aliora, 50% DPS'24	6 370	4 459	11 023
Cena pośrednia Aliora, 50% DPS '24	4 208	2 946	9 551

Źródło: mBank

Jeśli przyjąć naszą cenę docelową dla Alior Banku na poziomie 124,00 PLN, zakładając brak dywidendy w 2025 r., szacujemy, że Bank Pekao potrzebuje dodatkowego kapitału w wysokości 3,3 mld PLN lub 25,1 mln nowych akcji (zakładając 10% dyskonto w nowej ofercie akcji).

W scenariuszu ceny pośredniej (pomiędzy obecną wyceną rynkową a naszą ceną docelową) potrzeby kapitałowe Pekao szacujemy na 1,2 mld PLN lub 8,8 mln akcji.

W obu przypadkach, transakcja spowodowałaby wzrost zysków (EPS), choć – przy założeniu, że Bank Pekao będzie w stanie zaoferować maksymalny dozwolony wskaźnik wypłaty w wysokości 22% zysku netto za 2025 r. (8% wzrost aktywów ważonych ryzykiem) – jednocześnie skumulowana dywidenda za lata 2025/26 spadłaby z 32 PLN do ok. 26 PLN na akcję. Pozwoliłoby to na odbudowę wskaźnika Tier 1 do poziomu sprzed połączenia.

Porównanie aktualnych prognoz EPS, ROE i DPS dla Banku Pekao i „nowego” Banku Pekao po fuzji (287,5 mln akcji, brak dywidendy z zysku za 2024 r.)

(PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
EPS Bank Pekao	25,1	23,2	21,5	20,8
EPS Nowy Bank Pekao			27,4	26,8
EPS nowy Bank Pekao 2*				30,4
ROE Bank Pekao	24,8%	19,6%	17,3%	15,9%
ROE Nowy Bank Pekao			22,4%	20,2%
ROE Nowy Bank Pekao 2*				22,8%
DPS Bank Pekao**		17,38	16,14	15,58
DPS Nowy Bank Pekao**		0	6,01	20,13

Źródło: mBank *Maksymalne synergii ex. koszty integracji **DPS z zysku za dany rok

Porównanie aktualnych prognoz EPS, ROE i DPS dla Banku Pekao i „nowego” Banku Pekao po fuzji (271,3 mln akcji, Alior po cenie pośredniej, brak dywidendy z zysku za 2024 r.)

(PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
EPS Bank Pekao	25,1	23,2	21,5	20,8
EPS Nowy Bank Pekao			29,0	28,4
EPS nowy Bank Pekao 2*				32,2
ROE Bank Pekao	24,8%	19,6%	17,3%	15,9%
ROE Nowy Bank Pekao			23,8%	21,4%
ROE Nowy Bank Pekao 2*				24,2%
DPS Bank Pekao**		17,38	16,14	15,58
DPS Nowy Bank Pekao**		0	6,37	21,33

Źródło: mBank *Maksymalne synergii ex. koszty integracji **DPS z zysku za dany rok

Rozważamy również scenariusz, w którym Bank Pekao w 2025 r. wypłaca 50% zysku netto za 2024 r. w celu podtrzymania swego profilu dywidendowego. Oczywiście przełożyłoby się to na wyższe potrzeby kapitałowe w zakresie finansowania fuzji i większą łączną liczbę akcji.

Porównanie aktualnych prognoz EPS, ROE i DPS dla Banku Pekao i „nowego” Banku Pekao po fuzji (310,4 mln akcji; Alior po cenie docelowej, wypłata 50% z zysku za 2024 r.)

(PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
EPS Bank Pekao	25,1	23,2	21,5	20,8
EPS Nowy Bank Pekao			25,3	24,9
EPS nowy Bank Pekao 2*				28,1
ROE Bank Pekao	24,8%	19,6%	17,3%	15,9%
ROE Nowy Bank Pekao			20,6%	18,7%
ROE Nowy Bank Pekao 2*				21,1%
DPS Bank Pekao**		17,38	16,14	15,58
DPS Nowy Bank Pekao**		11,59	5,56	18,64

Zródło: mBank *Maksymalne synergie, bez kosztów integracji **DPS z zysku za dany rok

Podsumowanie analizowanych wariantów fuzji

Ponieważ w Banku Pekao decyzje w tym zakresie wymagają zatwierdzenia większością głosów na NWZA, to jego akcjonariusze zdecydują o potencjalnej fuzji z Alior Bankiem.

Przypomnijmy, że 32,80% udziałów w Banku Pekao jest w rękach PZU wspólnie z Polskim Funduszem Rozwoju (PFR).

Zarząd będzie musiał przedstawić przekonujące argumenty na zasadność fuzji z Alior Bankiem, jakimi mogą być znaczące synergie i akceptowalne koszty integracji.

Zwracamy uwagę, że transakcja gotówkowa osłabiłaby pozycję kapitałową Banku Pekao, która już plasuje się poniżej średniej, i prawdopodobnie przełożyłaby się na niższe dywidendy. Na dywidendy potencjalnie negatywnie może również wpłynąć wyższy niż oczekiwano wzrost aktywów ważonych ryzykiem wynikający z portfela kredytów korporacyjnych.

Z drugiej strony, gotówka ze zbycia Aliora mogłaby zostać zainwestowana w inne sektory, zwłaszcza że w okresie obniżek stóp procentowych mogą pojawić się inne okazje inwestycyjne.

Porównanie aktualnych prognoz EPS, ROE i DPS dla Banku Pekao i „nowego” Banku Pekao po fuzji (294,1 mln akcji Alior po cenie pośredniej, wypłata 50% zysku za 2024 r.)

(PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
EPS Bank Pekao	25,1	23,2	21,5	20,8
EPS Nowy Bank Pekao			26,7	26,2
EPS nowy Bank Pekao 2*				29,7
ROE Bank Pekao	24,8%	19,6%	17,3%	15,9%
ROE Nowy Bank Pekao			21,8%	19,7%
ROE Nowy Bank Pekao 2*				22,3%
DPS Bank Pekao**		0	16,14	15,58
DPS Nowy Bank Pekao**		11,59	5,87	19,67

Zródło: mBank *Maksymalne synergie, bez kosztów integracji **DPS z zysku za dany rok

Z punktu widzenia PZU, zarówno wymiana udziałów, jak i przejęcie za gotówkę ma swoje wady i zalety. Wymiana udziałów miałaby neutralny wpływ na EPS PZU, ale pozwoliłaby na kontynuację regularnego strumienia dywidend. Z drugiej strony, zapłata gotówkowa wygenerowałaby jednorazowy dochód ze sprzedaży akcji Aliora i – biorąc pod uwagę komfortową pozycję kapitałową ubezpieczyciela – prawdopodobnie przełożyłaby się na wyższą dywidendę z PZU.

W obu wariantach PFR mógłby częściowo wyjść z inwestycji w Bank Pekao.

Jak pokazujemy w poniższej tabeli, z perspektywy PZU wymiana udziałów może okazać się nieco bardziej atrakcyjna, ponieważ 1) nie rozgadnia EPS i 2) zwiększa strumień dywidend.

Z drugiej strony, ponownie podkreślamy, że – ponieważ łączne udziały PZU i PFR nie gwarantują automatycznej zgody na fuzję – aby złożyć ofertę połączenia Alior Bankowi Pekao potrzebuje zgody większości swoich akcjonariuszy.

Podsumowanie wariantów fuzji z punktu widzenia PZU

	Wymiana udziałów Wartość godziwa	Wymiana udziałów Cena pośrednia	Płatność hybrydowa Wartość godziwa 0 DPS w '25	Płatność hybrydowa Cena pośrednia 0 DPS w '25	Płatność hybrydowa Wartość godziwa 50% wypłaty w '25	Płatność hybrydowa Cena pośrednia 50% wypłaty w '25
Udziały PZU w nowym Pekao	23,5%	23,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Zysk netto dla PZU za 2025/26	3 663	3 603	3 117	3 117	3 117	3 117
Suma oddz. zysków banków za 2025/26	3 662	3 662	3 662	3 662	3 662	3 662
Zmiana	0%	-2%	-15%	-15%	-15%	-15%
Dywidenda 24/25/26, nowy PEO	3 820	3 757	1 503	1 503	2 111	2 111
Dywidenda 24/25/26, ALR+PEO	3 681	3 681	3 681	3 681	3 681	3 681
Zmiana	4%	2%	-59%	-59%	-43%	-43%

Zródło: mBank

Niemal wszystkie analizowane przez nas scenariusze wskazują na wzrost EPS Banku Pekao i krótką przerwę w wypłacie dywidendy po fuzji z Alior Bankiem. Stanowi to argument za fuzją, ale tylko przy założeniu, że koszty integracji po połączeniu nie przewyższą korzyści z połączenia.



Podsumowanie analizowanych przez nas scenariuszy fuzji

Cena za Alior	Wymiana udziałów Wartość godziwa	Wymiana udziałów Cena pośrednia	Płatność hybrydowa Wartość godziwa	Płatność hybrydowa Cena pośrednia	Płatność hybrydowa Wartość godziwa	Płatność hybrydowa Cena pośrednia
Dodatkowe warunki	-	-	0 DPS w '25	0 DPS w '25	50% wypłaty w '25	50% wypłaty w '25
Liczba akcji	372,1	357,5	287,5	271,3	310,4	294,1
EPS 2025P (PLN)	21,1	22,0	27,4	29,0	26,7	26,7
EPS 2026P (PLN)	20,7	21,6	26,8	28,4	26,2	26,2
EPS'25 vs. stary PEO	-1,7%	2,3%	27,2%	34,8%	24,3%	24,3%
EPS'26 vs. stary PEO	-0,2%	3,9%	29,1%	36,9%	26,2%	26,2%
Skumulowana dywidenda za 2024-26* (mln PLN)	16 249	16 249	7 513	7 513	10 555	10 555

Źródło: mBank

Wysokie koszty integracji przeszkodą?

W najgorszym scenariuszu zakładamy że koszty integracji banków po fuzji osiągnęłyby ten sam poziom, co koszty integracji w przypadku, gdyby to Alior Bank przejmował Bank Pekao. Najgorszy scenariusz mógłby się ziszczyć, gdyby to klienci Banku Pekao mieli zostać zmigrowani na systemy informatyczne Aliora, a operacje byłyby realizowane przez back office Aliora.

Jak pokazuje tabela na stronie 2, podsumowująca wcześniejsze fuzje banków, w tym scenariuszu koszty integracji mogłyby sięgnąć 4,10 mld PLN. W tym przypadku fuzja za udziały spowodowałaby rozwodnienie EPS i DPS, a transakcja hybrydowa przyniosłaby wzrost EPS o ok. 5%, choć tu strumień dywidend również byłby niższy, ponieważ Pekao

potrzebowałoby więcej czasu na odbudowę pozycji kapitałowej.

Jednocześnie zauważyliśmy, że wartości niematerialne i prawne Banku Pekao w kategorii licencje i patenty na koniec czerwca 2024 r. wzrosły do 714 mln PLN z 461 mln PLN na koniec 2017 r., co może potencjalnie wskazywać na zwiększenie inwestycji w systemy IT.

Porównanie transakcji w scenariuszu przejęcia i integracji Banku Pekao przez Alior Bank

Rodzaj transakcji:	Wymiana udziałów Wartość godziwa	Wymiana udziałów Cena pośrednia	Płatność hybrydowa Wartość godziwa	Płatność hybrydowa Cena pośrednia	Płatność hybrydowa Wartość godziwa	Płatność hybrydowa Cena pośrednia
Cena:	-	-	0 DPS w '25	0 DPS w '25	50% wypłaty w '25	50% wypłaty w '25
Dodatkowe warunki:	-	-	0 DPS w '25	0 DPS w '25	50% wypłaty w '25	50% wypłaty w '25
EPS 2025P (PLN)	18,1	18,8	23,4	24,8	22,8	22,8
EPS 2026P (PLN)	17,7	18,4	22,8	24,2	22,3	22,3
EPS'25 vs. stary PEO	-16,1%	-12,6%	8,6%	15,1%	6,2%	6,2%
EPS'26 vs. stary PEO	-15,1%	-11,6%	9,9%	16,5%	7,5%	7,5%
EPS'25P a bazowe koszty integracji	-16,2%	-15,0%	-15,1%	-13,3%	-13,8%	-13,8%
EPS'26P a bazowe koszty integracji	-16,5%	-15,3%	-15,3%	-13,6%	-14,1%	-14,1%
Skumulowana dywidenda za 2024-26* (mln PLN)	14 528	14 528	5 506	5 506	8 547	8 547
Stara skumulowana dywidenda '24-26* (mln PLN)	16 249	16 249	7 513	7 513	10 555	10 555
Zmiana dywidend	-10,6%	-10,6%	-26,7%	-26,7%	-19,0%	-19,0%

Źródło: mBank

Wpływ na fundusze emerytalne

Przeanalizowaliśmy potencjalny wpływ fuzji Banku Pekao i Alior Banku na otwarte fundusze emerytalne.

W przypadku wymiany udziałów (i przy wycenie Aliora po naszej cenie docelowej), udziały OFE w Grupie PZU mogłyby ponownie przekroczyć próg 10% (w zależności od zysku z Aliora), co prawdopodobnie spowodowałoby powstanie nawisu akcji.

Naszym zdaniem fundusze preferowałyby transakcję gotówkową z elementem dywidendy.

Jak zmieniłyby się udziały OFE (bez długu) w PZU/ALR/PEO w zależności od struktury fuzji PEO/ALR (% aktywów)

	Allianz Bankowy*	Generali	NNPocztylion	UNIQA	Vienna	06/2024
Udział w aktywach ogółem na czerwiec '24**	8,3%	8,1%	8,2%	8,5%	7,8%	8,0%
Wymiana udziałów (Alior po naszej cenie docelowej)	8,9%	8,7%	9,5%	9,7%	9,0%	9,0%
Transakcja gotówkowa(ALIOR po naszej TP, brak DPS)	6,9%	8,0%	7,9%	6,9%	7,4%	7,2%

Źródło: mBank *Brak udziałów w PZU wg stanu raportowanego na VI'24 **Wycena na koniec czerwca 2024

Podsumowanie

Sytuacja Banku Pekao i Alior Banku jest dziś inna niż w 2018 r., kiedy pierwsze podejście do ich połączenia zakończyło się niepowodzeniem.

Nie zgadzamy się z argumentacją ministra Jaworowskiego dotyczącą nieefektywności modelu bancassurance na świecie – w Polsce działa on nadal bardzo dobrze.

Nie możemy się także zgodzić z tezą, jakoby konsolidacja i wycena obu banków przez Grupę PZU miała okazać się problematyczna.

Naszym zdaniem tym, co najbardziej przemawia za fuzją są plany wejścia do Polski zagranicznych grup bankowych (Erste, UCG, Cerberus), które powinny zmotywować Bank Pekao do wzrostu szybszego od średniej rynkowej w celu umocnienia pozycji jako drugi największy polski bank.

Kolejnym argumentem przemawiającym za transakcją są potencjalne synergia kosztowe.

Argumentem przeciwko są nadal koszty integracji, których wewnętrznie wyliczone poziomy trudno jednak będzie zweryfikować zewnętrznym inwestorom. Aby przekonać większość akcjonariuszy Banku Pekao do zatwierdzenia fuzji, potencjalne synergia i atrakcyjna wycena musiałyby przeważać nad kosztami integracji.

Nasze własne – oparte na publicznie dostępnych danych – wyliczenia wskazują, że fuzja może być uzasadniona, ale weryfikację danych można przeprowadzić jedynie poprzez proces due diligence.

Z punktu widzenia PZU jako głównego akcjonariusza, najkorzystniej biorąc pod uwagę wynikający z niego wzrost EPS i DPS wygląda wariant wymiany udziałów.

Z punktu widzenia OFE, wymiana udziałów spowodowałaby zwiększenie ich udziałów w Grupie PZU, podczas gdy transakcja gotówkowa zmniejszyłaby presję dzięki niewielkiemu wzrostowi aktywów (więcej gotówki) i eliminacji akcji Aliora.

Z punktu widzenia inwestorów, którzy posiadają tylko udziały w Pekao, atrakcyjniejszy jest wariant hybrydowej transakcji gotówkowej, która skutkowałaby wzrostem EPS i w różnych scenariuszach pozwoliłaby na kontynuację wypłat dywidend.

Co więcej, wpływy ze sprzedaży Aliora można reinwestować, wykorzystując spadek stóp procentowych oczekiwany w 2025 r.

Korzyści z poszczególnych wariantów zależą od struktury aktywów posiadanych przez inwestorów – większość z nich inwestuje prawdopodobnie jednocześnie w Pekao i Alior.

**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 ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **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 leasingu; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

PRZEWAŻAJĄ (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻ (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻAJ (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 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 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 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 spółki Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

https://www.mdm.pl/ui-pub/site/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 nieaktualne, 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 stanowił 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: 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.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbysza, może nabywać lub zbyszać lub w przeszłości nabywała lub zbyszała instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany.

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI.

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank.

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach przez siebie zarządzanych.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

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.

Alior Bank SA, Amica SA, Answer.com SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BNPP Bank Polska SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Develia, ING Bank Śląski SA, KRUK SA, NEUCA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Santander Bank Polska SA, Sygnity SA, UNIMOT, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami BM.

Ti bit studios SA, Alior Bank SA, Amica SA, Answer.com SA, Asseco Poland SA, Atal, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BENEFIT SYSTEMS, BNPP Bank Polska SA, Captor Therapeutics, CCC SA, CD Projekt SA, Ciech SA, ComArch SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Azoty SA, Grupa Kęty SA, Grupa Pracuj SA, ING Bank Śląski SA, InPost SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KCHM Polska Miedź SA, Komercni Banka AS, KRUK SA, LPP SA, Mabion, Mo-BRUK SA, Orange Polska SA, ORLEN SA, PGE Polska Grupa Energetyczna, Polenergia SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita, Shoper SA, Tauron Polska Energia SA, UNIMOT, Vercom SA, VRG SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami Banku.

Alior Bank SA, Amica SA, Answer.com SA, Asseco Business Solutions SA, Asseco Poland SA, Atal, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BENEFIT SYSTEMS, BIOCELT, BNPP Bank Polska SA, Captor Therapeutics, CCC SA, CD Projekt SA, Ciech SA, ComArch SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Azoty SA, Grupa Kęty SA, Grupa Pracuj SA, HUUGE INC, ING Bank Śląski SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KCHM Polska Miedź SA, KRUK SA, LPP SA, Mabion, Mo-BRUK SA, NEUCA, Orange Polska SA, ORLEN SA, PCF Group SA, PGE Polska Grupa Energetyczna, Photon Energy NV, PlayWay SA, Polenergia SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International, Rytu Therapeutics SA, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita, Shoper SA, Sygnity SA, Tauron Polska Energia SA, TEN Square Games SA, UNIMOT, Vercom SA, VRG SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są kontrahentami mBank S.A.

Osoba sporządzająca niniejszą rekomendację lub inna osoba należąca do tej samej grupy co ta osoba, w okresie ostatnich 12 miesięcy była – jako menadżer – odpowiedzialna lub współodpowiedzialna za przeprowadzenie publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta: Amica SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, KRUK SA, Santander Bank Polska SA.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla: Develia, Kruk.

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: <https://mdm.pl/bm/analizy>

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 developerskich; 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 Kliszczyk
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA
wicedyrektor
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

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

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Jakub Sargsyan
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl
przemysł, surowce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl