

środa, 30 maja 2018 | opracowanie cykliczne

Banki – Podsumowanie wyników kwartalnych 1Q'18

Polska, Banki

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Wyniki za 1Q'18 pozytywnie zaskoczyły na co wskazuje zysk netto sumarycznie wyższy od konsensusu o 6%. Ponadto pierwszy raz od ponad 30 kwartałów wszystkie analizowane przez nas polskie banki zaraportowały wynik wyższy od oczekiwań. Niemniej jednak wyniki za 1Q'18 nadal implikują 7% spadek konsensusu całorocznego chociaż przed ogłoszeniem wyników oczekiwaliśmy spadku na poziomie 12%. Jesteśmy przekonani, że znacząca część lub całość ubytku wobec prognoz rynku zostanie pokryta przez wzrost wolumenów w segmencie detalicznym. Banki w 1Q'18 utrzymały wysokie tempo udzielanych nowych pożyczek zarówno po stronie hipotek (+17% R/R), jak i segmentu NML (+10% R/R, nasz szacunek). Cieniem na wynikach kładzie się rozwój wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego, które znalazły się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku. Rozczarowująca była również marża odsetkowa, która cofnęła się aż o 8 p.b. Q/Q oraz wzrost kredytów korporacyjnych (+0,4% R/R). Należy zauważyć także, że pomimo krótszego kwartału koszty odsetkowe wzrosły 1,2% Q/Q wobec spadku przychodów odsetkowych -1,7% Q/Q. Dynamikę kosztów odsetkowych oraz marży tłumaczymy m.in. rosnącą presją na ceny depozytów. Uważamy, że 1Q'18 był najsłabszym kwartałem w roku. Obecna przecena na rynku stanowi okazję inwestycyjną. Na zagregowanej bazie widzimy już 16% potencjał wzrostu.

Wyniki za 1Q'18 na pierwszy rzut oka świetne

W 1Q'18 100% analizowanych przez nas banków zaraportowało wynik netto równy lub wyższy od oczekiwań rynkowych. Niemniej jednak, tylko 25% banków zaraportowało wynik wyższy od oczekiwań wynik odsetkowy, a 37,5% prowizyjny. Ponadto, 62,5% banków zaraportowało wyższe od oczekiwań koszty operacyjne, co wskazuje na niedoszacowanie inflacji płac czy projektów IT. Z drugiej strony, sektor zaskoczył rynek kosztem ryzyka (87,5% banków poniżej oczekiwań), który w 1Q'18 wyniósł 65 p.b. wobec 94 p.b. w 4Q'17. Co ciekawe, pomimo najgorszego pod względem liczby bankructw 1. kwartału od 2013 roku to właśnie rezerwy na kredyty korporacyjne spadły najbardziej w kwartale (-54% Q/Q i -3% R/R). Wyniki za 1Q wskazują, że konsensus prognoz powinien spaść o 7%. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę stabilizację marży w 2H'18, podwyżki opłat i prowizji oraz rekordową sprzedaż po stronie kredytów detalicznych, konsensus jest w zasięgu banków, choć jego składowe mogą ulec zmianie. W pozostałej części roku pozytywnie rynek mogą zaskoczyć wolumeny kredytów, a negatywnie – ustawa CHF, inflacja płac czy CoR w korporacjach.

Kto wypadł lepiej, a kto gorzej?

Wyniki najlepiej oceniamy w ALR, BHW i w PKO, gdzie w przypadku powtarzalności wyników bez zdarzeń jednorazowych konsensus prognoz całorocznych ma największą szansę na wzrost. Z drugiej strony, widzimy znaczące zagrożenie prognoz rocznych dla ING, BZW i PEO, gdzie korekta może wynieść odpowiednio 8,5%, 11,1% oraz 12,2%. Niemniej jednak, w przypadku ING wystraszający do pokrycia luki oczekiwań będzie wzrost aktywów, zaś BZW kusi atrakcyjną dywidendą, która w 2019 r. może wynieść nawet ponad 2,5 mld PLN.

I co teraz z sektorem?

Sentyment do sektora wyraźnie osłabł zarówno w Polsce, jak i w Europie Wschodzącej. Od rozpoczęcia sezonu wyników indeks WIG Banki spadł o 7% (w EUR), a MSCI EM Financials o 5%. Jednocześnie, sektor WIG Banki na 12M FWD P/E notowany jest obecnie już z 12% dyskontem do 5-letniej średniej. Uważamy, że 1Q'18 w polskim sektorze bankowym był najgorszym kwartałem na przestrzeni całego roku. Chociaż obecne wyniki implikują 7% korektę konsensusu to znacząca część, jak nie całość, zostanie zniwelowana przez wzrost wolumenów po stronie kredytów detalicznych. Zakładając nadal scenariusz podwyżek stóp procentowych w 2019 roku uważamy, że należy przeważać sektor, a w szczególności Alior Bank oraz Bank Handlowy.

Podsumowanie wyników kwartalnych dla sektora

(mln PLN)	1Q'17	4Q'17	1Q'18	R/R	Q/Q	konsensus
Wynik odsetkowy	7 617,1	8 334,3	8 244,4	8,2%	-1,1%	8 284,8
Wynik prowizyjny	2 755,1	2 886,1	2 890,5	4,9%	0,2%	2 896,5
Koszty operacyjne	5 877,6	5 402,3	6 129,5	4,3%	13,5%	4 905,3
Saldo rezerw	1 315,4	1 902,4	1 318,7	0,3%	-30,7%	1 480,0
Zysk netto	2 015,7	3 252,1	2 745,8	36,2%	-15,6%	2 590,1
NIM (%)	2,76	2,88	2,95	+0,19	+0,07	
CoR (%)	0,78	0,77	0,79	+0,01	+0,02	
ROE (%)	8,59	9,59	9,77	+1,18	+0,18	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, PAP

Zmiana kursu YTD

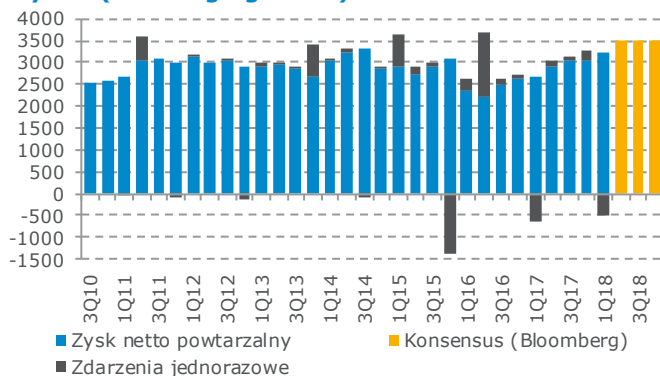
Banki	YTD
PKO BP	-11,8%
Pekao	-13,1%
BZ WBK	-10,7%
mBank	-7,6%
ING BSK	-7,7%
Alior Bank	-12,3%
Millennium	-7,2%
Handlowy	-1,1%
Getin Noble Bank	-34,6%
Idea Bank	-69,9%
Unicredit	-6,6%
Getin Holding	-50,0%
BOŚ	+5,9%
Santander	-16,9%
WIG-Banki	-10,9%
WIG	-9,2%

Wykonanie prognoz YTD

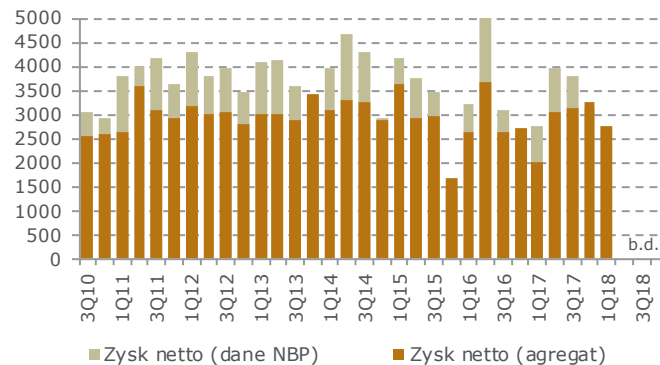
Banki	YTD
PKO BP	+22%
Pekao	+17%
BZ WBK	+18%
ING BSK	+20%
Millennium	+21%
Handlowy	+23%
Alior Bank	+22%
Getin Noble Bank	n.m.
Rynek	+21%

Zysk netto (mln PLN)

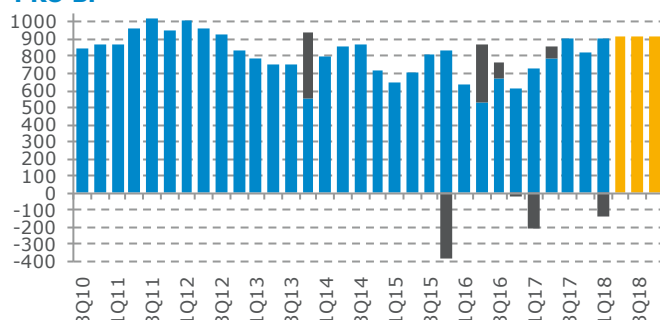
Rynek (dane zagregowane)



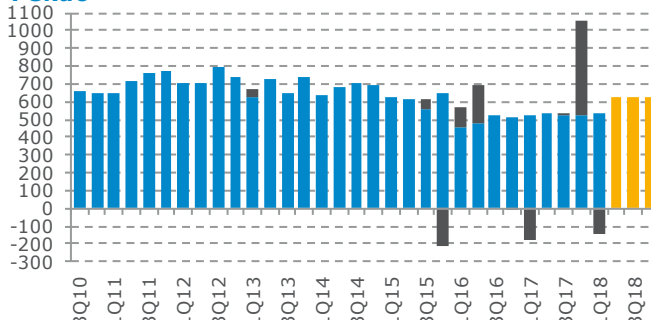
Rynek (dane zagregowane na tle danych NBP)



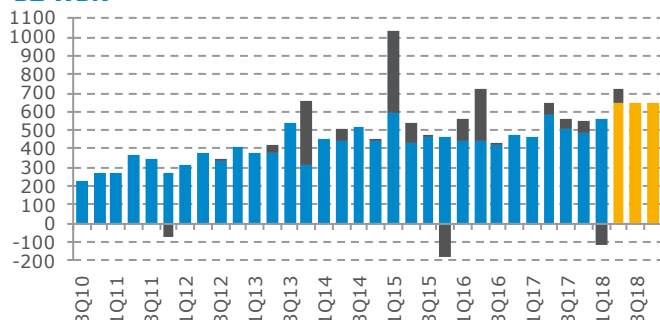
PKO BP



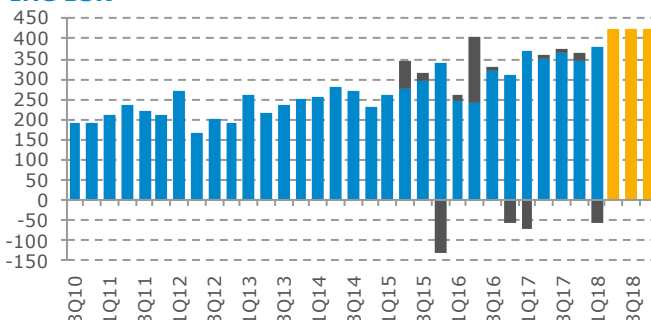
Pekao



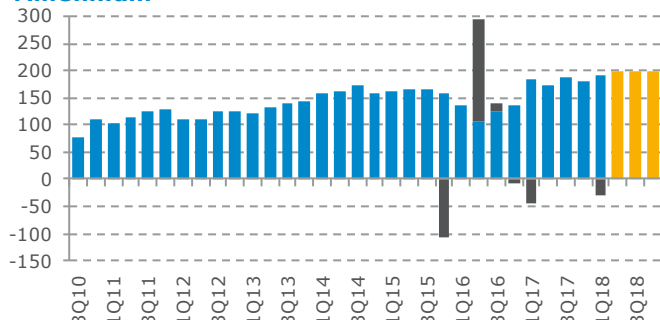
BZ WBK



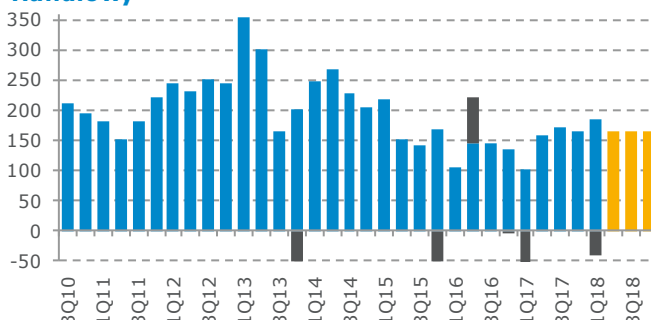
ING BSK



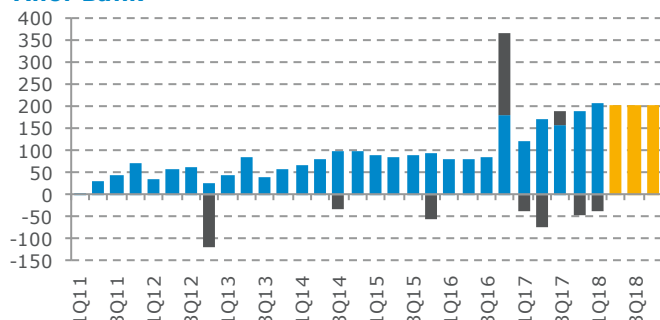
Millennium



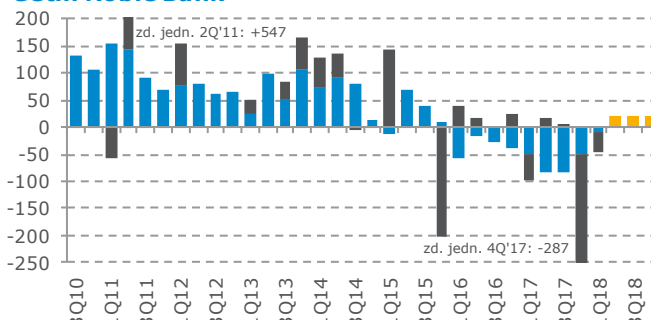
Handlowy



Alior Bank

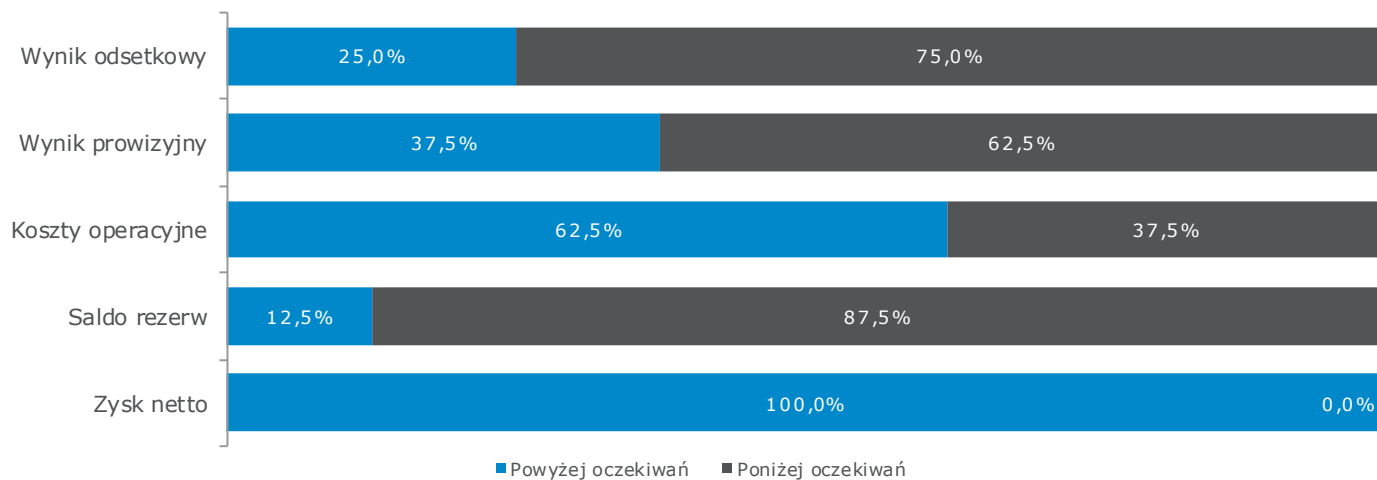


Getin Noble Bank

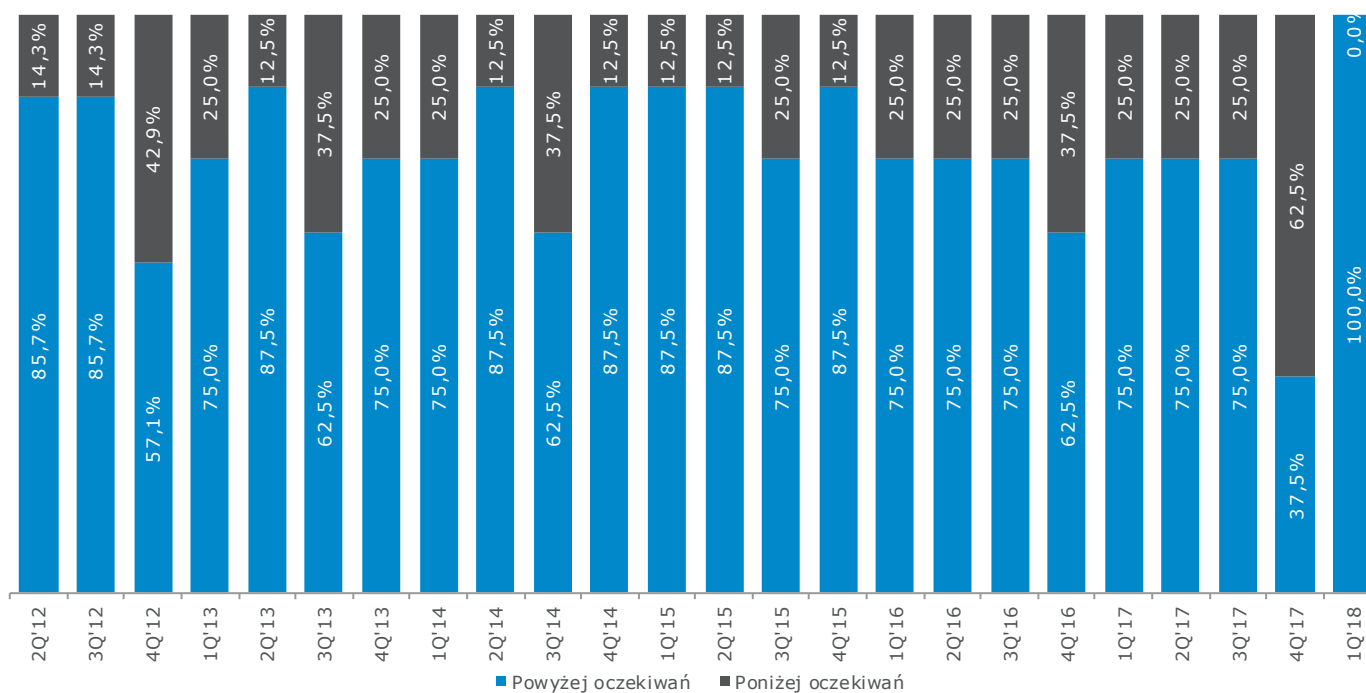


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Statystyka wyników vs. oczekiwania w 1Q'18



Zysk netto wobec oczekiwań rynkowych



Zysk/strata netto dla poszczególnych banków wobec oczekiwań rynkowych

	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18
PKO	1%	2%	4%	-1%	7%	7%	20%	3%	1%	5%	-3%	3%	3%	4%	-1%	8%
PEO	3%	4%	1%	4%	3%	4%	15%	7%	12%	8%	3%	7%	2%	2%	9%	0%
BZW	3%	4%	4%	10%	6%	4%	9%	8%	10%	0%	8%	2%	13%	0%	0%	1%
ING	3%	0%	7%	11%	20%	6%	12%	8%	8%	17%	-6%	4%	-2%	1%	0%	2%
MIL	-1%	3%	6%	10%	11%	1%	-11%	3%	-8%	2%	4%	17%	2%	3%	0%	4%
BHW	7%	-8%	5%	6%	-2%	-3%	9%	-1%	11%	-3%	2%	-30%	5%	8%	0%	25%
ALR	2%	7%	10%	13%	2%	2%	5%	6%	1%	4%	3,6x	6%	7%	24%	1%	3%
GNB	7%	-37%	-81%	11%	19%	-1%	21%	-4,8x	-91%	1,2x	-4,1x	29%	45%	-1%	3,1x	-22%

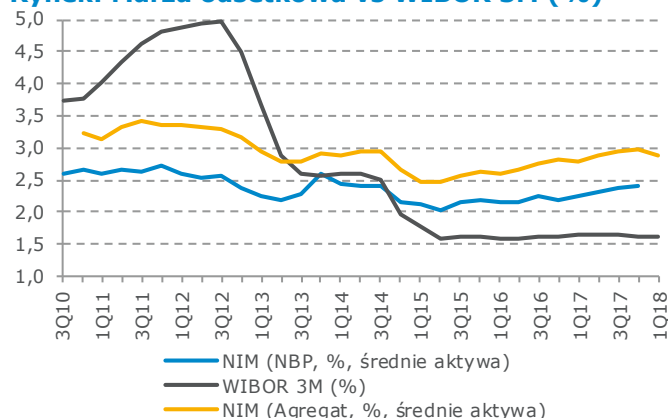
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wynik odsetkowy

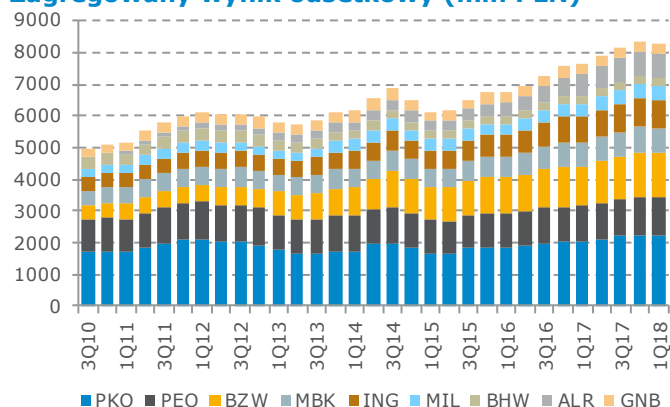
Wynik odsetkowy był największym rozczarowaniem w 1Q'18, a każdy z analizowanych przez nas banków zanotował spadek marży odsetkowej w kwartale – spadła ona o 8 p.b. Q/Q do poziomu 2,89%. Spadek wyniku odsetkowego w kwartale banki tłumaczyły między innymi przez krótszy kwartał (o dwa dni) oraz rosnącą presję na ceny depozytów i kredytów. Warto zanotować, że w 1Q'18 przychody odsetkowe spadły o 1,7% Q/Q, ale koszty odsetkowe wzrosły o 1,2% Q/Q co osłabia teorię krótszego kwartału. Uważamy, że marża odsetkowa może być jeszcze pod presją w 2Q oraz powinna zanotować odbicie w 2H'18 wsparte przez sprzedaż kredytów detalicznych. Presja na marżę będzie wynikać z nadal dużego popytu na depozyty detaliczne. Podtrzymujemy nasz scenariusz podwyżek stóp procentowych po 50 p.b. w dwóch kolejnych latach.

Zagregowany wynik odsetkowy analizowanych przez nas polskich banków spadł w 1Q'18 o 1,1% Q/Q (+8,2% R/R) i był lekko poniżej oczekiwań rynku. Na indywidualnej stopie jedynie 25% banków zaraportowało lepsze od oczekiwań wyniki na tej linii, co stanowi znacznie gorszy wynik niż w 4Q'17 (75% banków powyżej konsensusu). W 1Q'18 sektor bankowy zanotował zarówno wzrost udziału kredytów detalicznych w całkowitym portfelu (57% wobec 55% w 4Q'17), jak i wzrost udziału depozytów terminowych z 43% w 4Q'17 do 45% w 1Q'18. Banki oczekują, że poprawa marży odsetkowej jest nadal możliwa dzięki sprzedaży kredytów detalicznych. Z drugiej strony, w obliczu rosnącej sprzedaży kredytów detalicznych część banków rozpoczęła akcje depozytowe, które przekładają się na koszt finansowania w krótkim okresie. Największy spadek marży odsetkowej (do średnich aktywów) zanotował Alior Bank (-20 p.b.), a następnie ING, Millennium oraz Handlowy (po 13 p.b.).

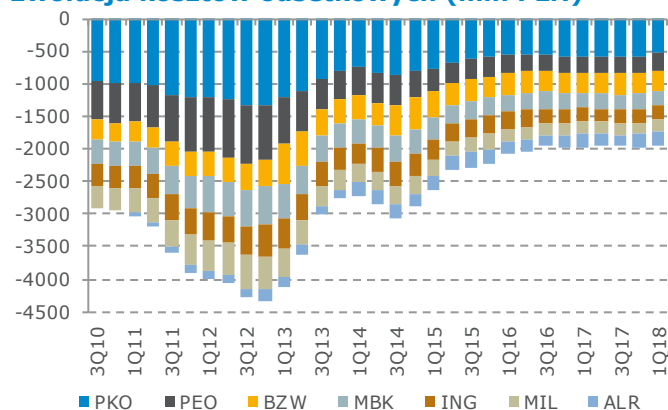
Rynek: Marża odsetkowa vs WIBOR 3M (%)



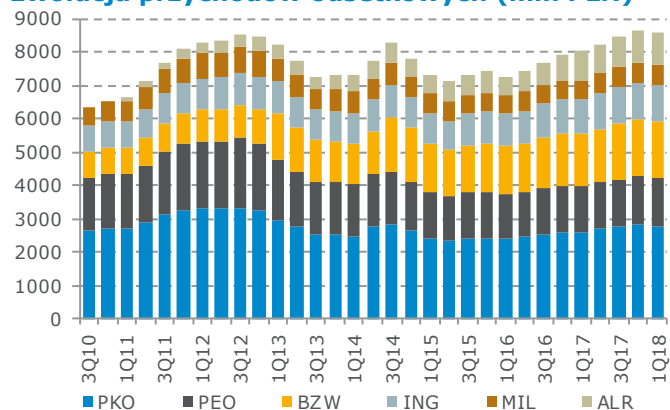
Zagregowany wynik odsetkowy (mln PLN)



Ewolucja kosztów odsetkowych (mln PLN)



Ewolucja przychodów odsetkowych (mln PLN)



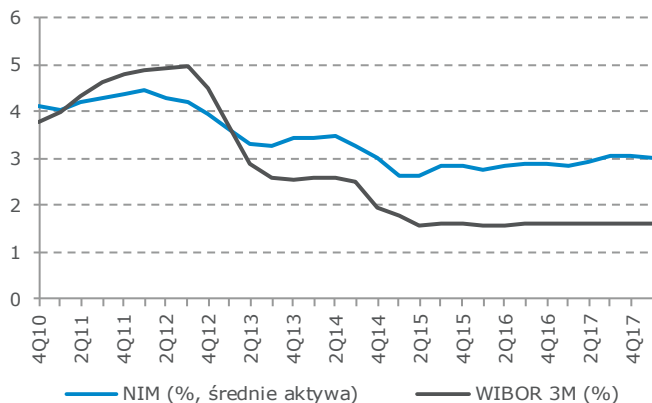
Kwartalna zmiana marży odsetkowej (do średnich aktywów)

	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18
PKO	0,02	-0,23	-0,23	-0,38	-0,02	0,22	0,00	-0,07	0,05	0,05	0,00	-0,03	0,09	0,11	0,02	-0,07
PEO	0,04	-0,12	-0,28	-0,03	-0,09	0,02	0,05	0,11	0,05	0,06	-0,08	-0,04	0,08	0,02	-0,03	-0,05
BZW	0,11	0,58	-0,64	-0,08	-0,04	0,13	0,06	-0,07	0,05	0,14	0,06	-0,11	0,13	0,06	0,07	-0,06
ING	-0,09	0,00	-0,08	-0,12	0,04	0,08	0,02	0,03	0,01	0,28	0,06	-0,01	0,08	0,07	0,00	-0,13
MIL	0,09	-0,07	-0,20	-0,16	-0,13	0,08	0,05	0,01	0,18	-0,03	0,00	0,01	0,15	0,06	0,00	-0,13
BHW	0,08	-0,05	-0,43	0,00	-0,17	-0,07	0,09	0,00	0,15	0,19	0,06	-0,09	0,10	0,10	0,20	-0,13
ALR	0,36	0,00	-0,23	-0,13	-0,05	-0,03	-0,07	-0,07	-0,03	0,20	0,26	-0,10	0,36	-0,14	-0,18	-0,20
GNB	-0,07	0,09	-0,34	-0,37	0,06	0,11	0,22	-0,10	0,02	0,06	0,11	-0,04	0,02	0,06	0,01	-0,05
NBP*	0,00	0,00	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

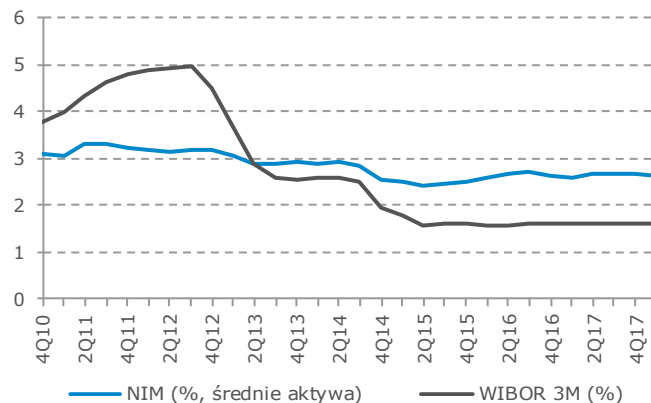
Źródło: Dom Maklerski mBanku; *stopa referencyjna NBP

NIM vs. WIBOR 3M

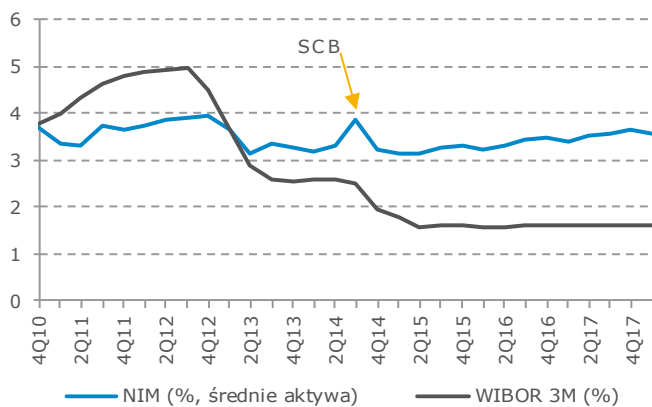
PKO BP



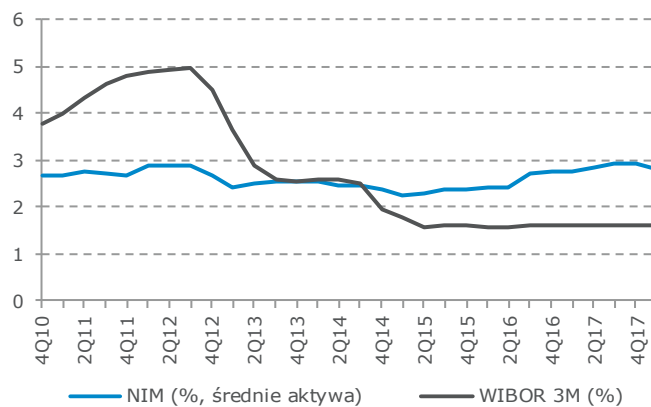
Pekao



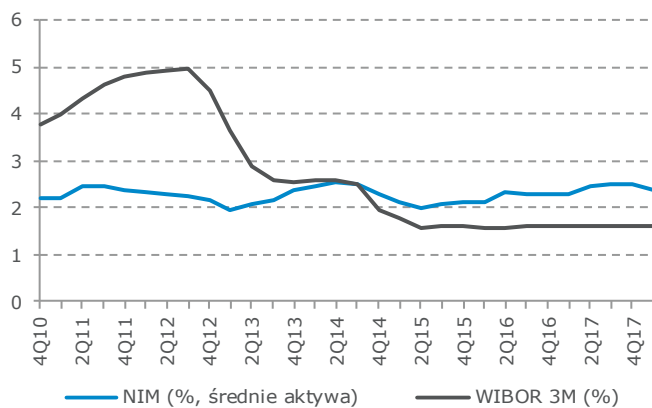
BZ WBK



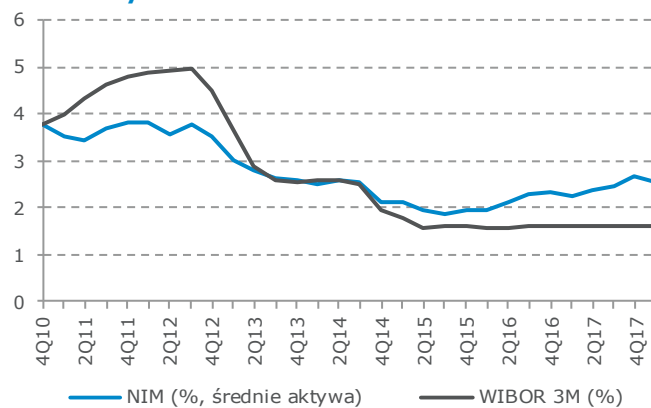
ING BSK



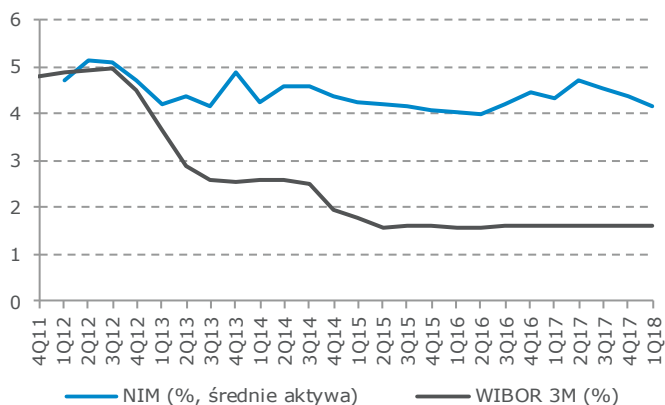
Millennium



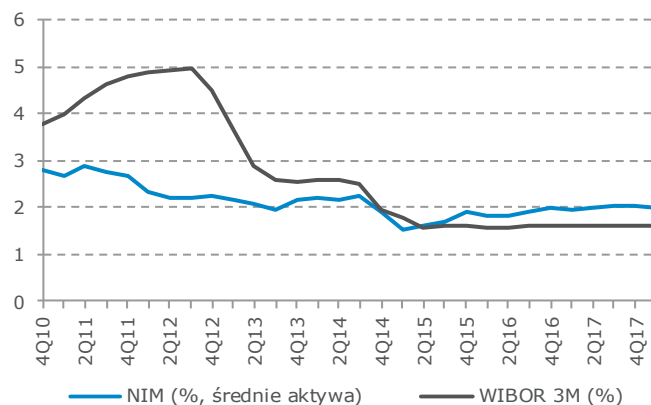
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



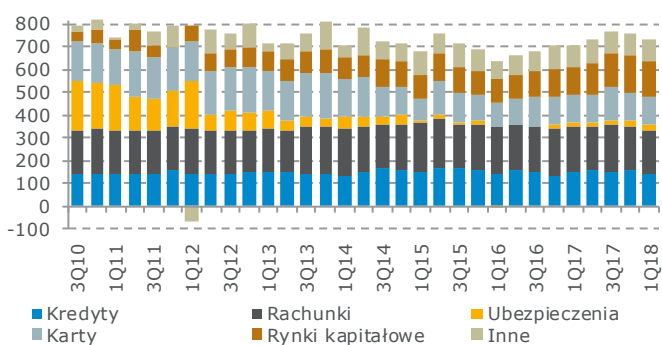
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Prowizje i opłaty

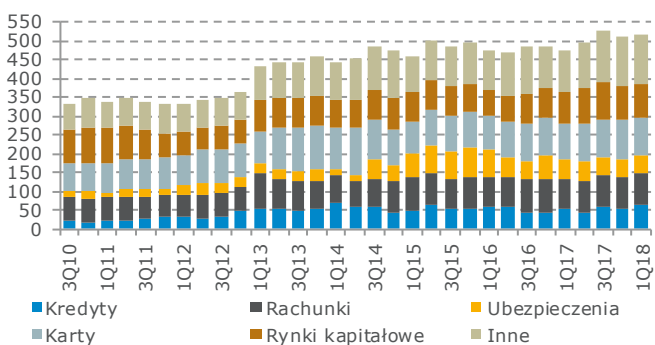
Wynik prowizyjny, zgodnie z oczekiwaniami, był płaski Q/Q, ale wzrósł o 4,9% R/R. Oczekujemy, że banki będą nadal starały się podwyższać opłaty w kolejnych kwartałach (podwyżki PKO BP wchodzi od sierpnia) chociaż ich obecny poziom do średnich aktywów jest na znacznie wyższym poziomie niż w Czechach czy w Austrii. Przeszkodą w dalszych podwyżkach opłat i prowizji może być rosnąca presja na ceny depozytów – analogicznie jak ma to miejsce w Czechach.

37,5% analizowanych przez nas banków zraportowało wynik prowizyjny powyżej oczekiwań rynkowych (62,5% w 4Q'17). Wzrost wyniku prowizyjnego w ujęciu rocznym został głównie wygenerowany przez prowizje związane z rynkami kapitałowymi (+15,0% R/R) co stawia pod znakiem zapytania jego powtarzalność w całym roku. Za niepokojącą uważamy dynamikę prowizji z tytułu kart (+0,4% R/R) oraz spadającą dynamikę z prowizji kredytowych (+2,1% R/R). Szczególnie pozytywnie na tle oczekiwań zaprezentował się wynik prowizyjny ING BSK (+3,7% powyżej), zaś negatywnie w Getin Noble Bank (-18,4% poniżej).

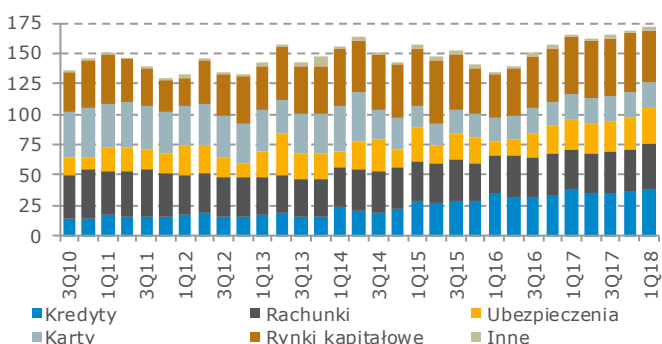
PKO BP



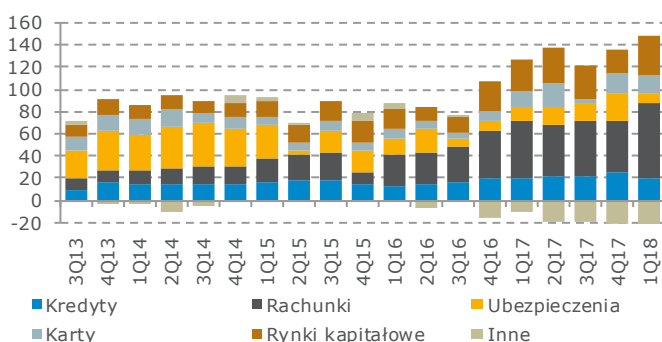
BZ WBK



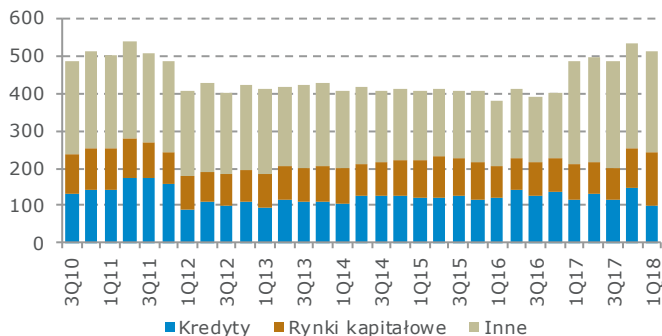
Millennium



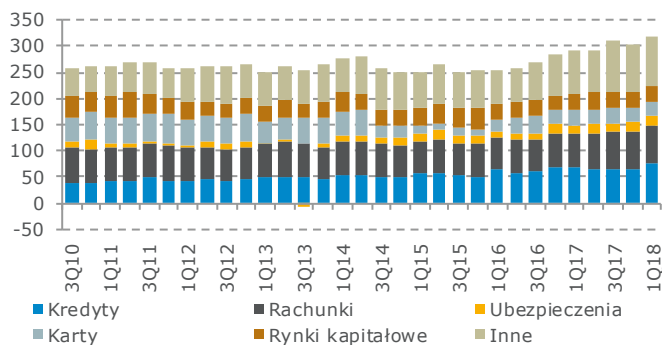
Alior Bank



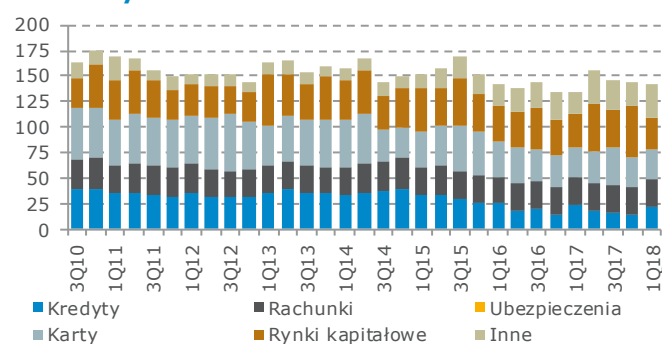
Pekao



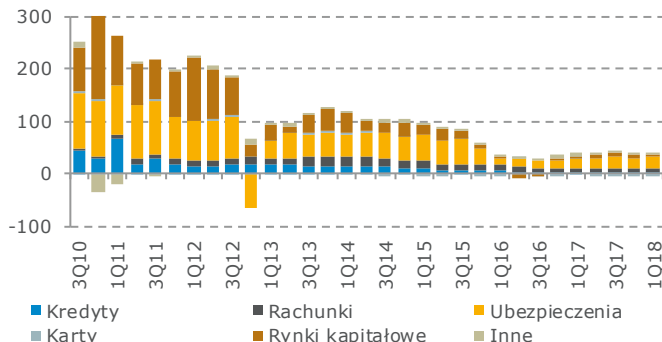
ING BSK



Handlowy



Getin Noble Bank



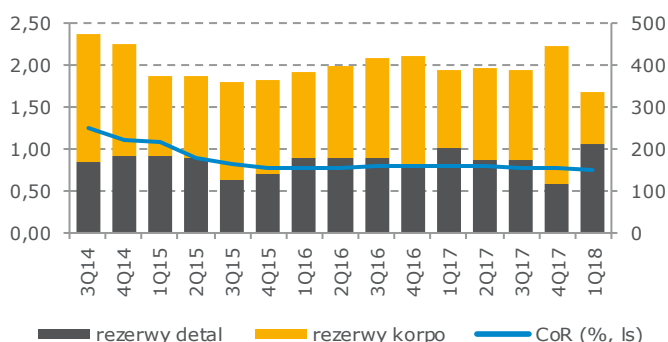
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Koszt ryzyka

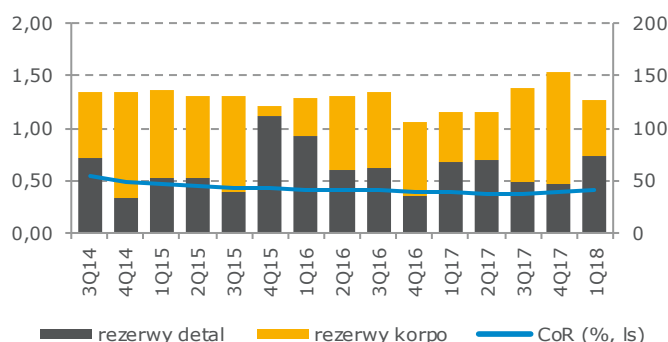
Koszt ryzyka był najjaśniejszym punktem kwartału. Za spadek salda rezerw odpowiedzialny był sektor korporacyjny (-3% Q/Q i 54% R/R), co może być lekkim zaskoczeniem dla rynku biorąc pod uwagę wzrost liczby upadłości w kwartale (+13% R/R). Banki wskazują, że koszt ryzyka w detalu nadal będzie wspierany przez sytuację makroekonomiczną, ale widzą rosnące zagrożenie dla poziomu odpisów w segmencie korporacyjnym szczególnie po stronie budownictwa. Ryzyko to nie zostało jeszcze odzwierciedlone w liczbie bankructw: na koniec 1Q'18 liczba upadłości w budownictwie wyniosła 35 spółek wobec długoterminowej średniej na poziomie 34.

Koszt ryzyka w 1Q'18 wyniósł 65 p.b. wobec 94 p.b. w 4Q'17 oraz 67 p.b. w 1Q'17. W 1Q'18 87,5% analizowanych przez nas banków zaprezentowało niższy od oczekiwań wynik co przełożyło się na 11% pozytywne zaskoczenie. Saldo rezerw w segmencie korporacyjnym spadło o 54% Q/Q i 3% R/R, a w segmencie detalicznym o 10% Q/Q, ale wzrosło 1,5% R/R. Największe pozytywne zaskoczenie miało miejsce w Banku Handlowym (-76% poniżej oczekiwań), a następnie w GNB (35% poniżej) i w Millennium (21% poniżej).

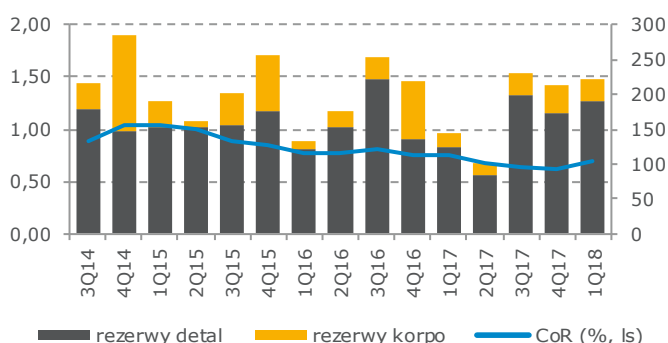
PKO BP



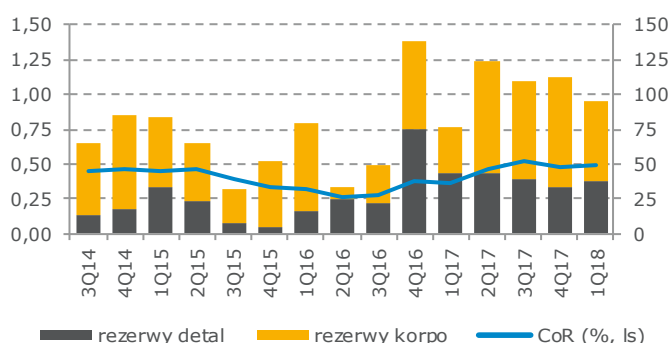
Pekao



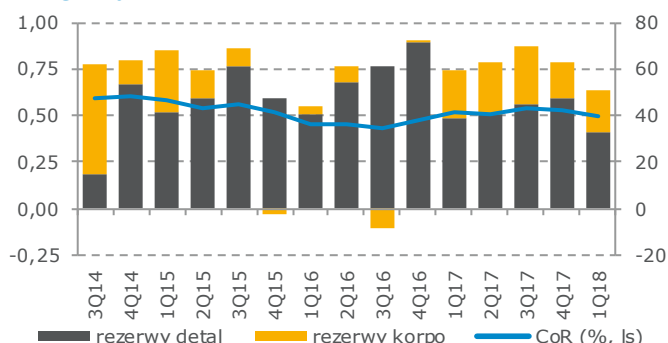
BZ WBK



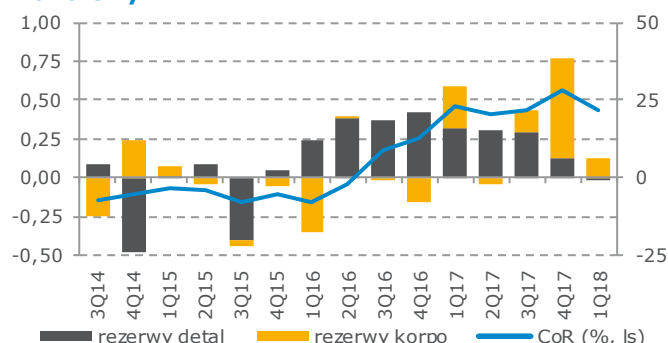
ING BSK



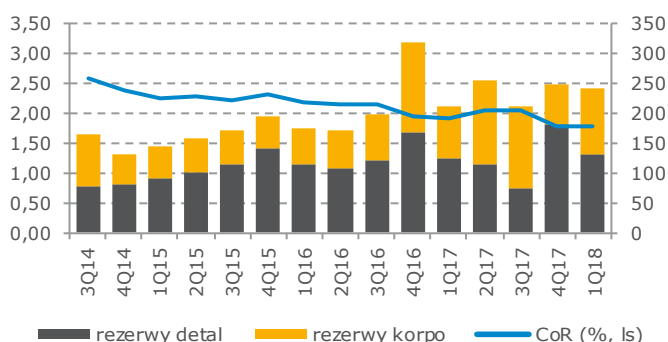
Millennium



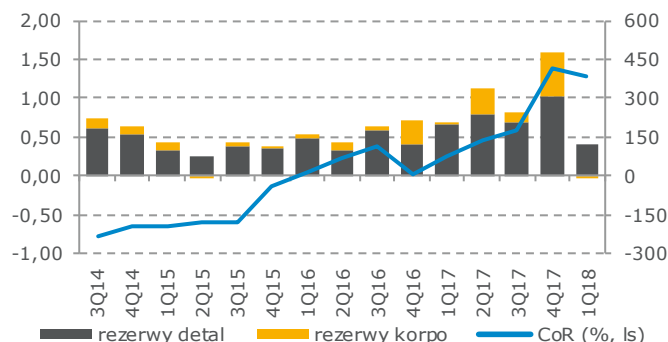
Handlowy



Alior Bank



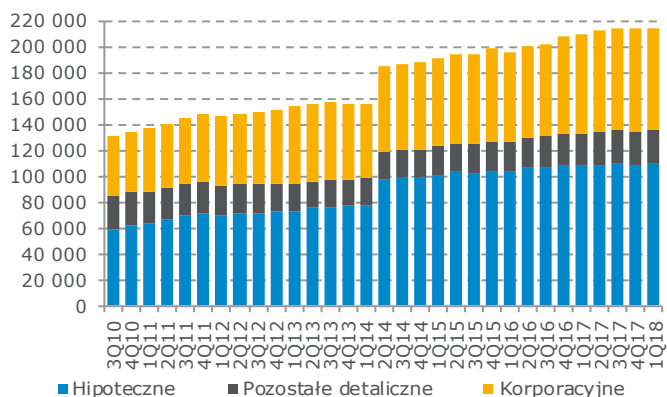
Getin Noble Bank



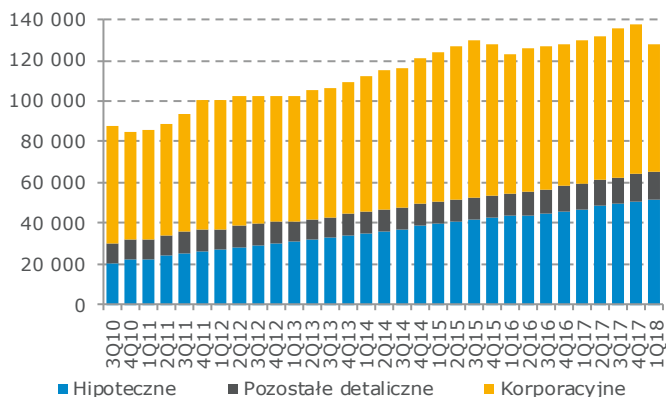
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost kredytów (mln PLN)

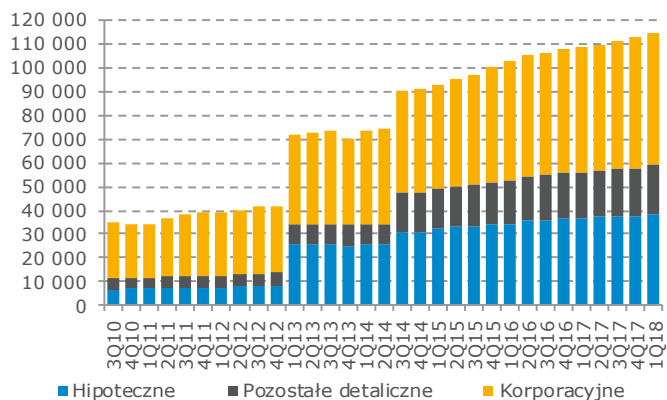
PKO BP



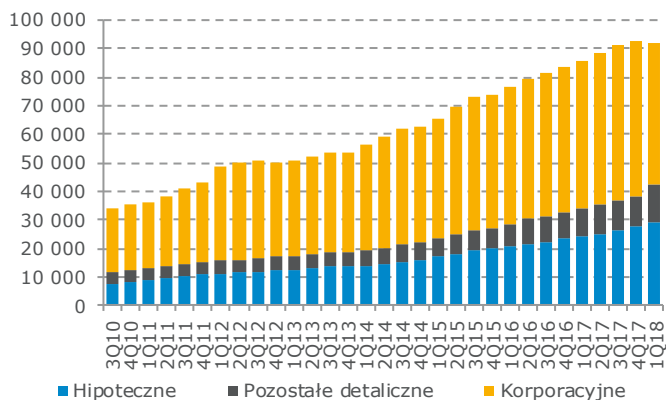
Pekao



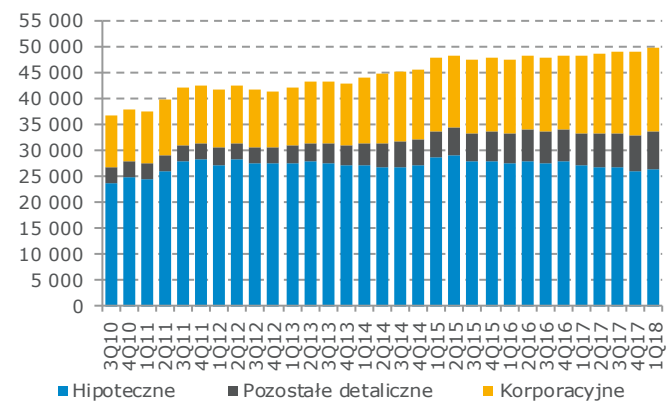
BZ WBK



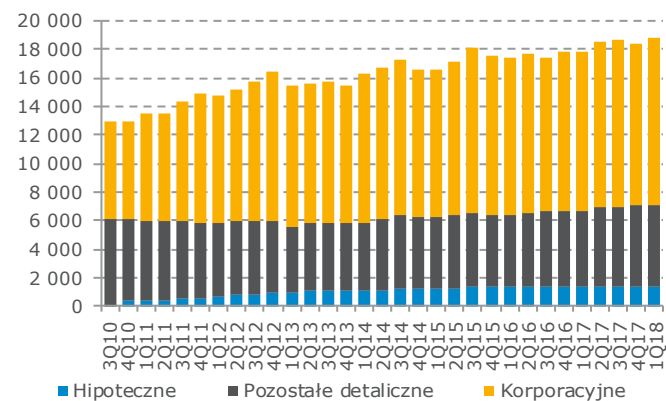
ING BSK



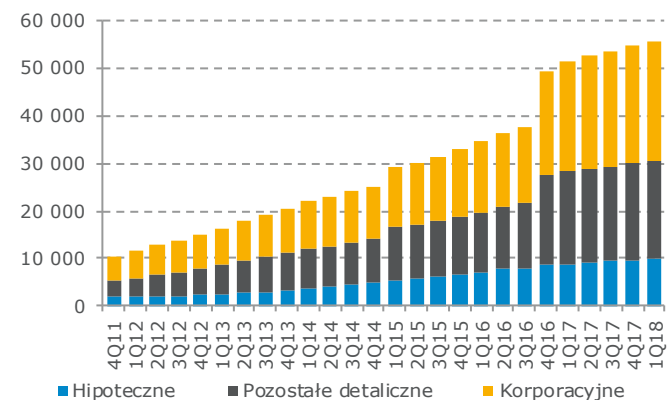
Millennium



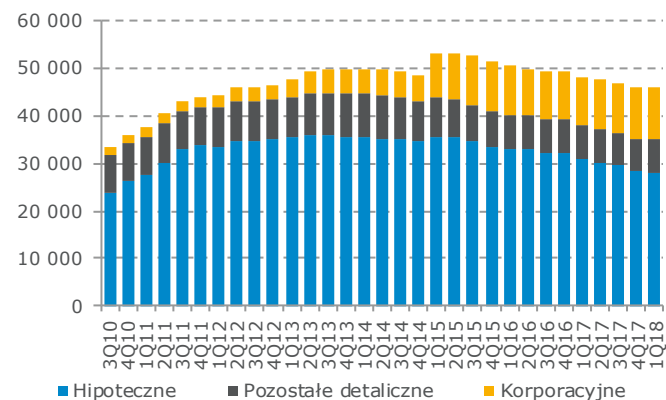
Handlowy



Alior Bank



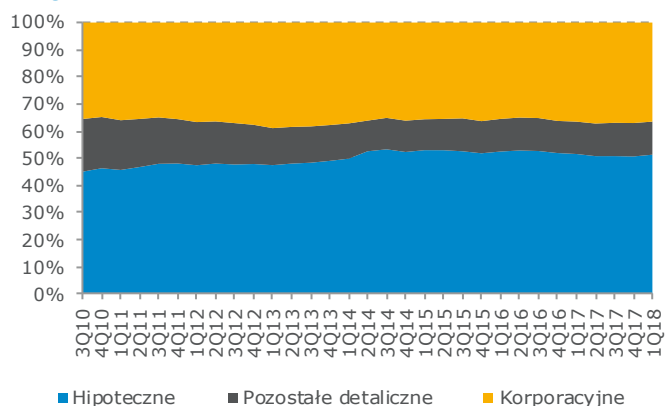
Getin Noble Bank



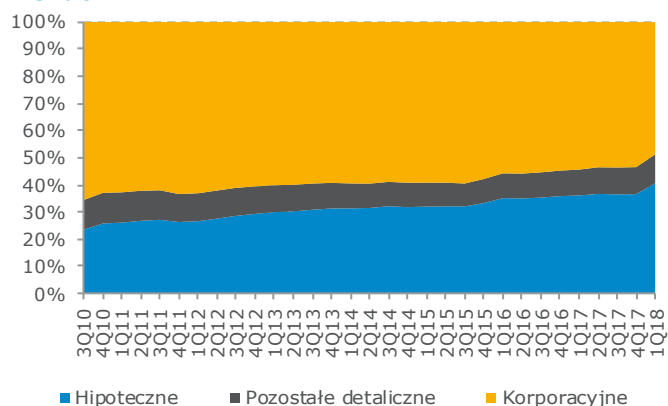
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura kredytów

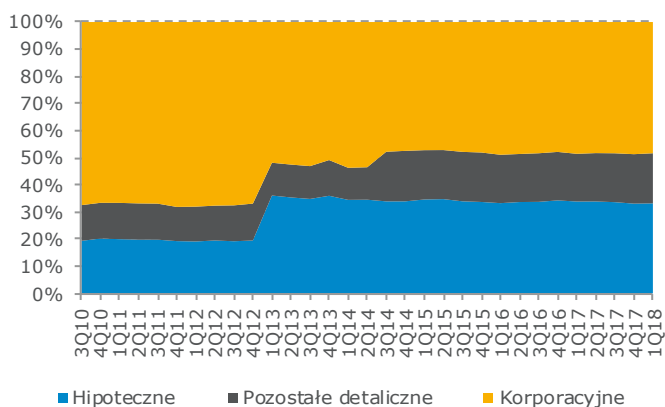
PKO BP



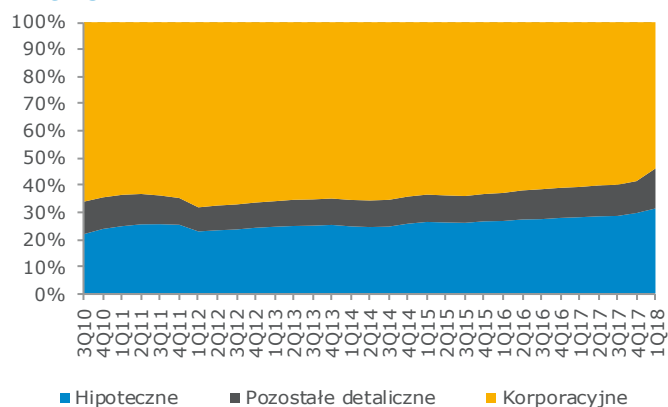
Pekao



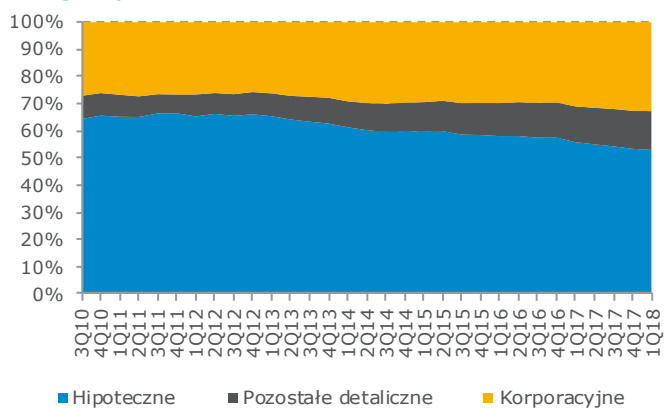
BZ WBK



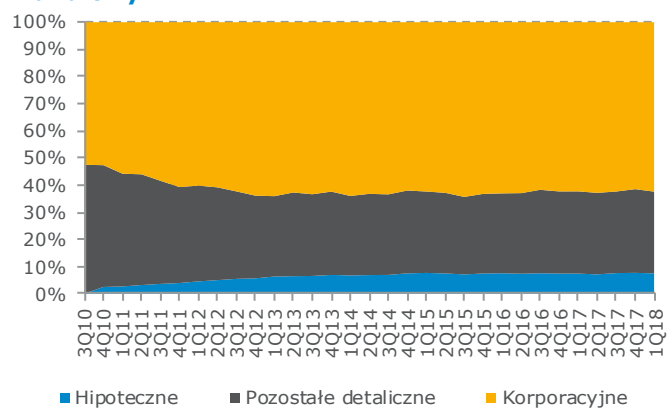
ING BSK



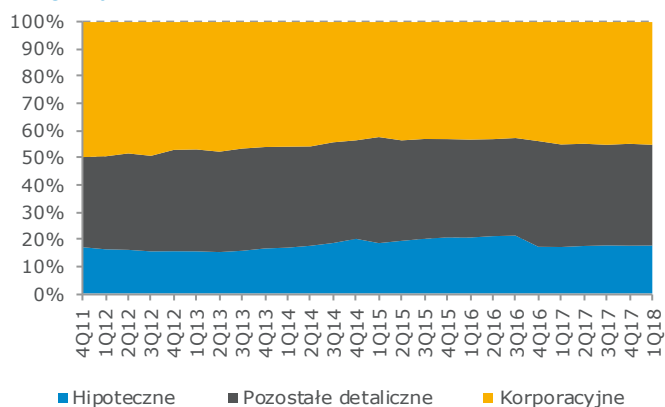
Millennium



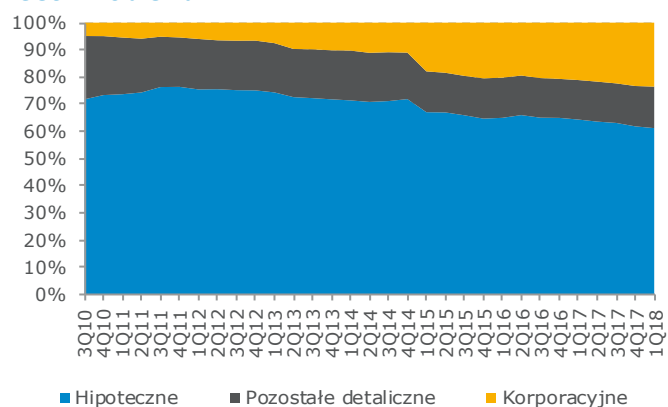
Handlowy



Alior Bank



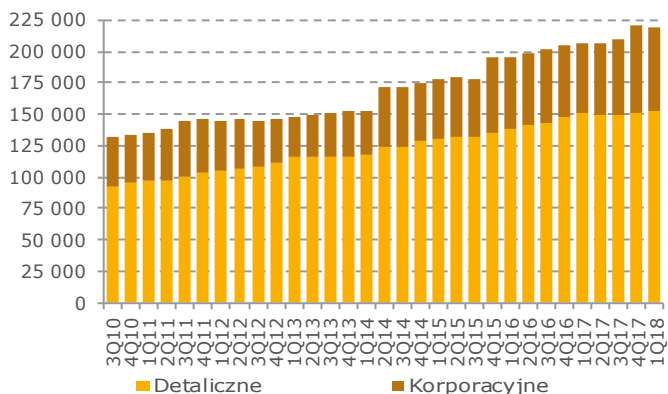
Getin Noble Bank



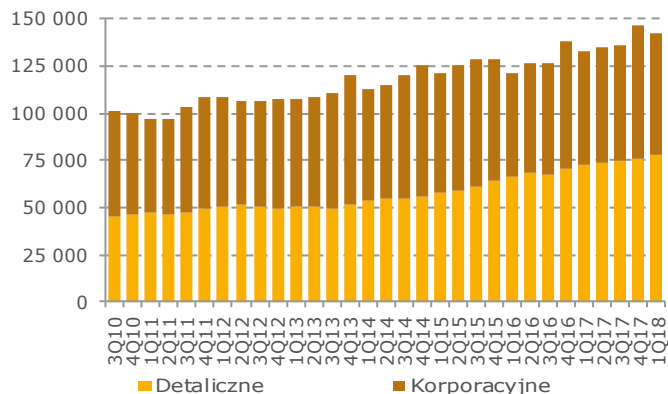
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost depozytów (mln PLN)

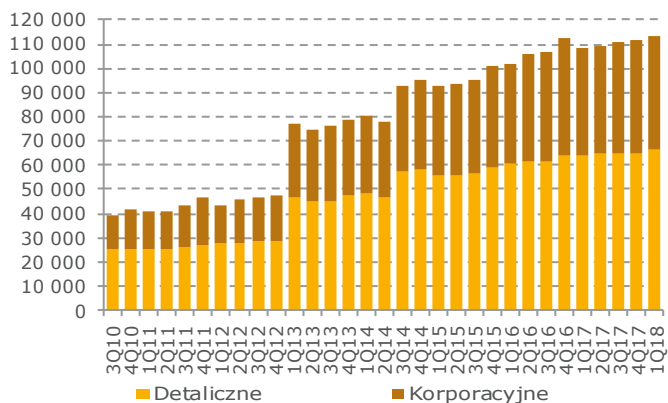
PKO BP



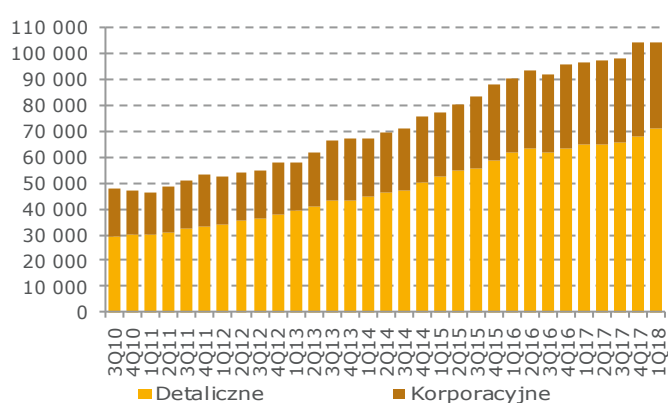
Pekao



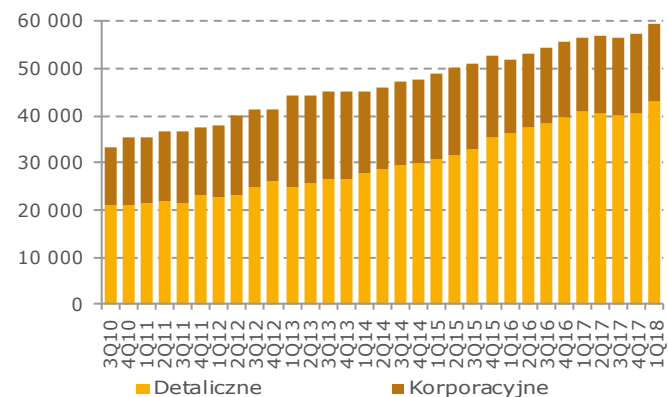
BZ WBK



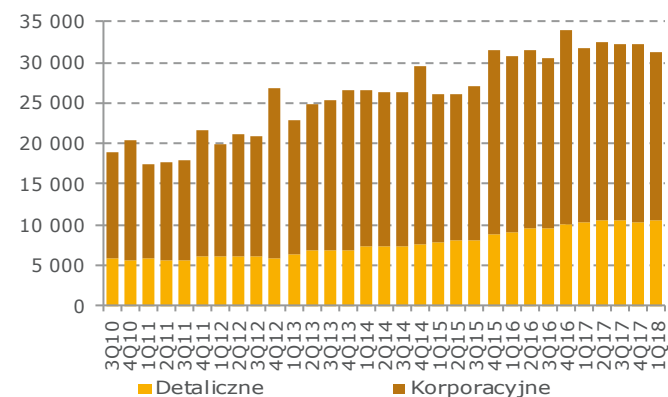
ING BSK



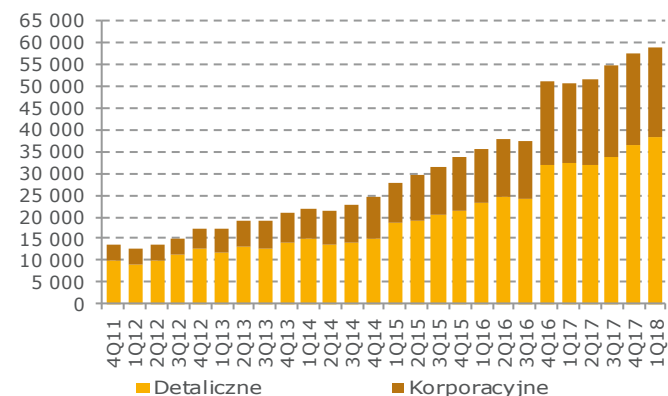
Millennium



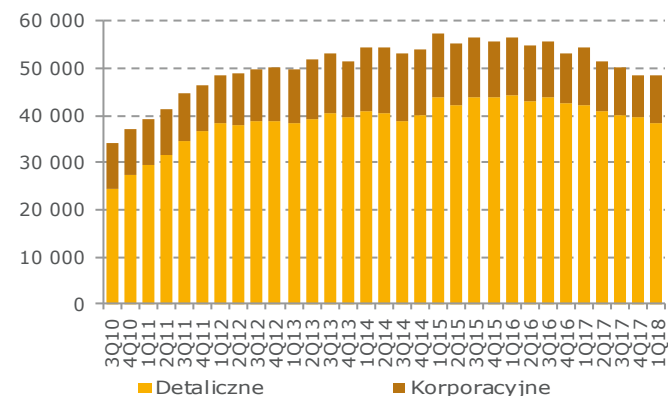
Handlowy



Alior Bank



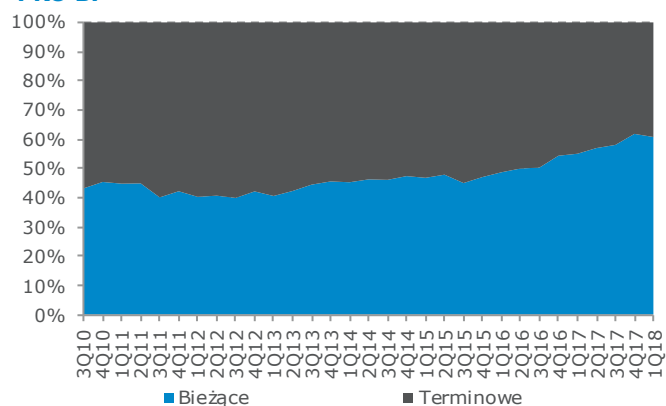
Getin Noble Bank



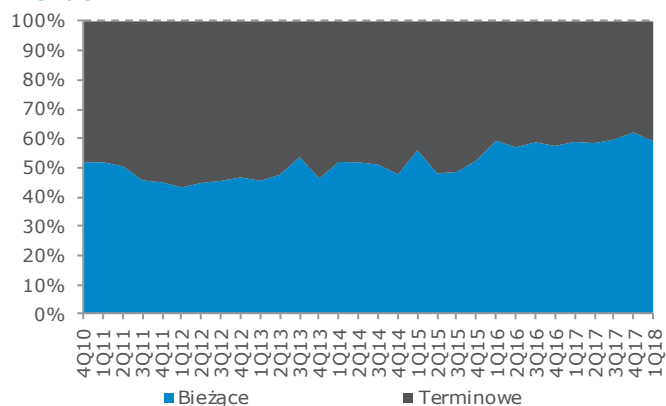
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura depozytów

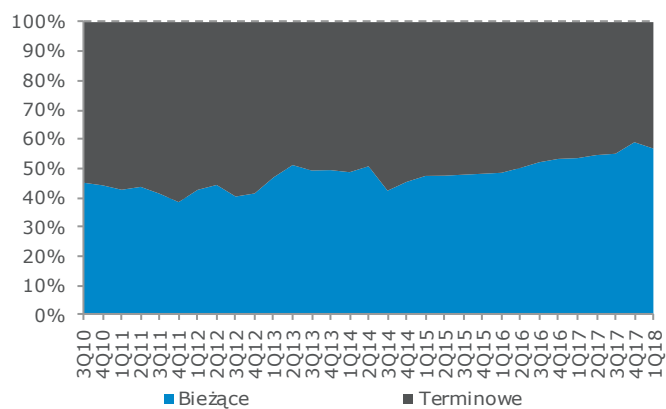
PKO BP



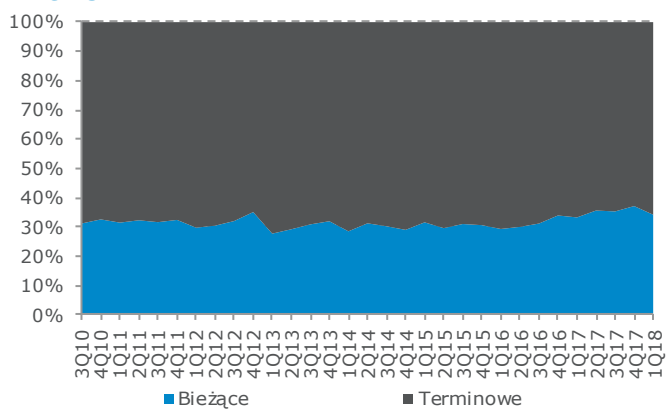
Pekao



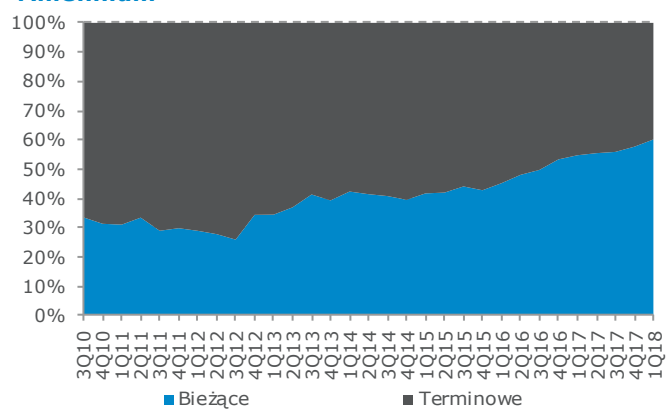
BZ WBK



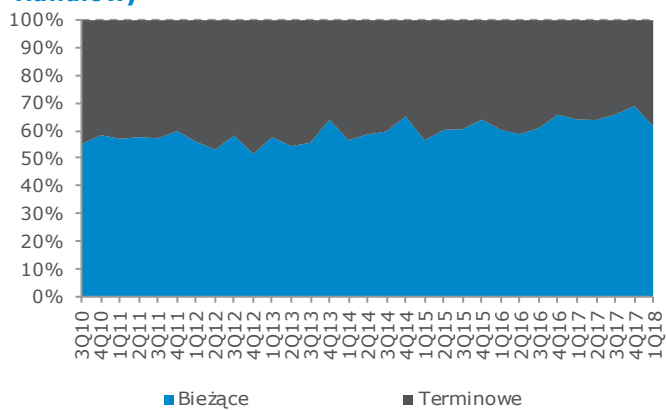
ING BSK



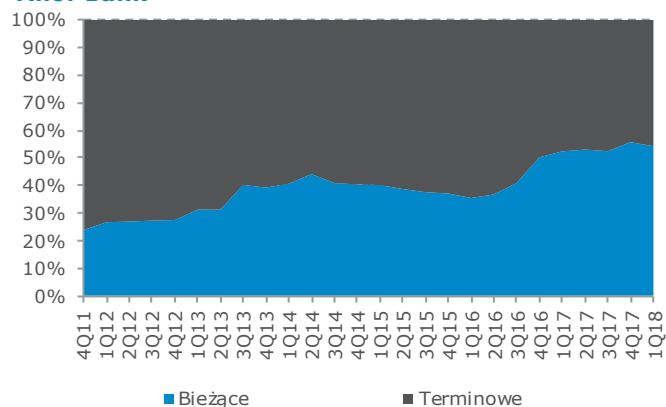
Millennium



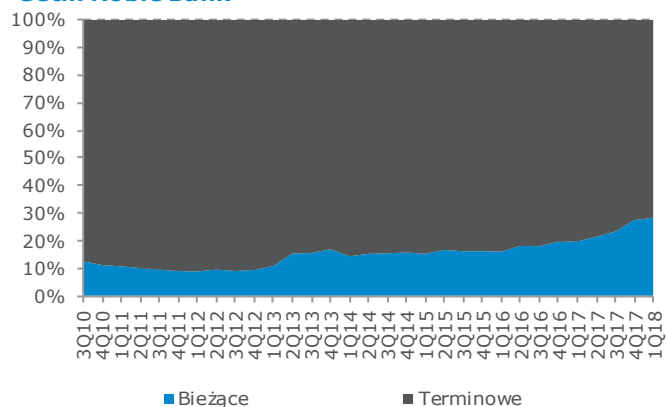
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank

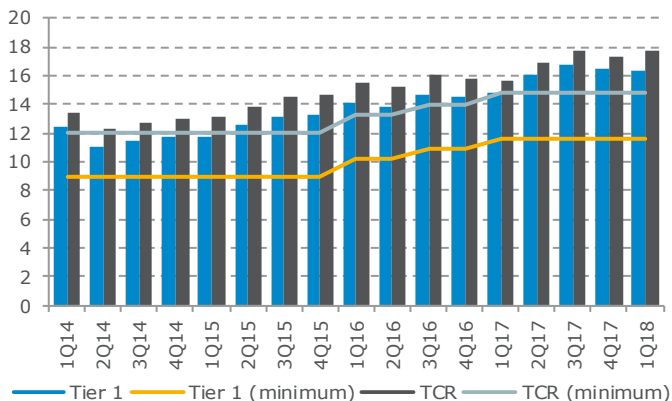


Źródło: Dom Maklerski mBanku

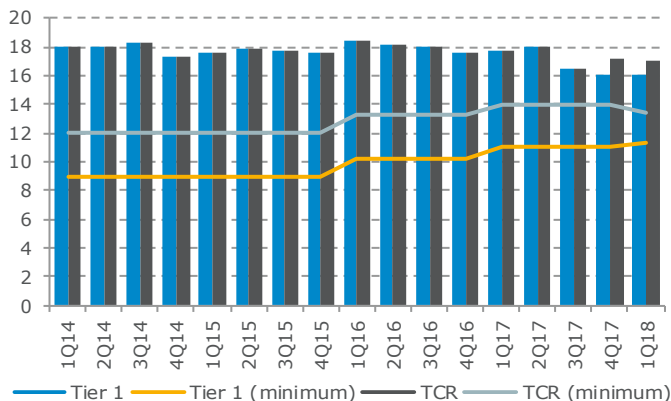


CET1

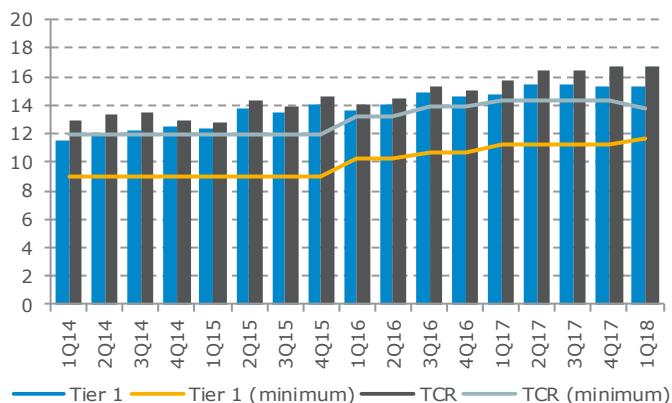
PKO BP



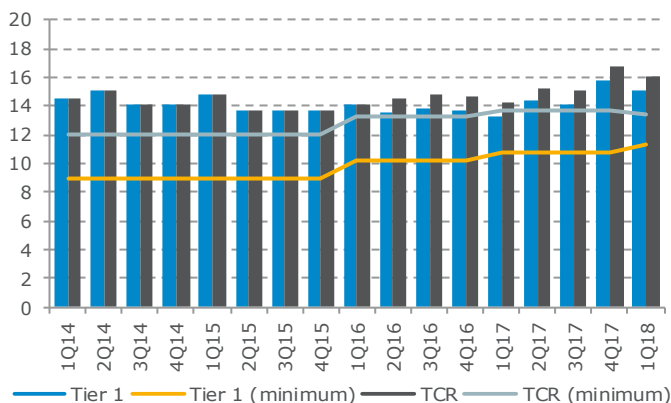
Pekao



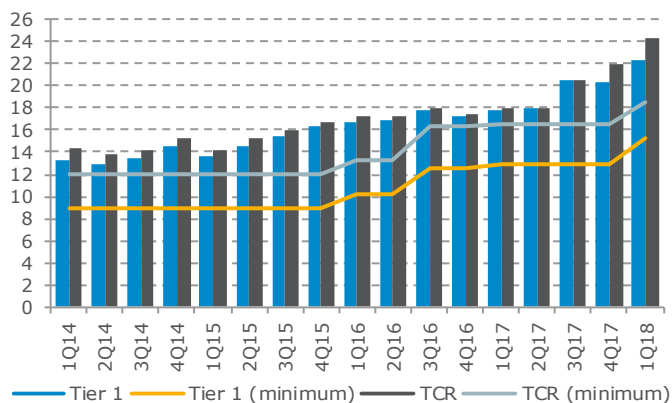
BZ WBK



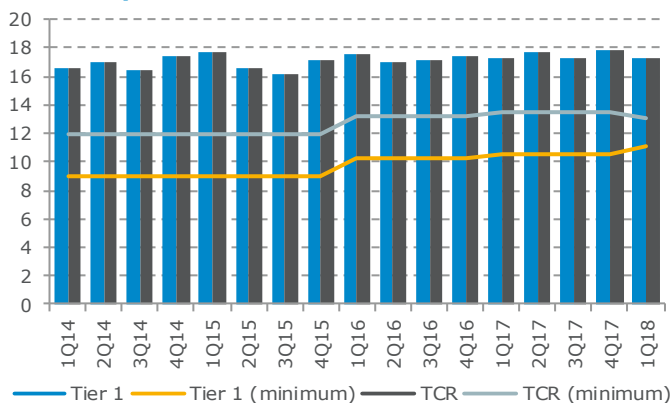
ING BSK



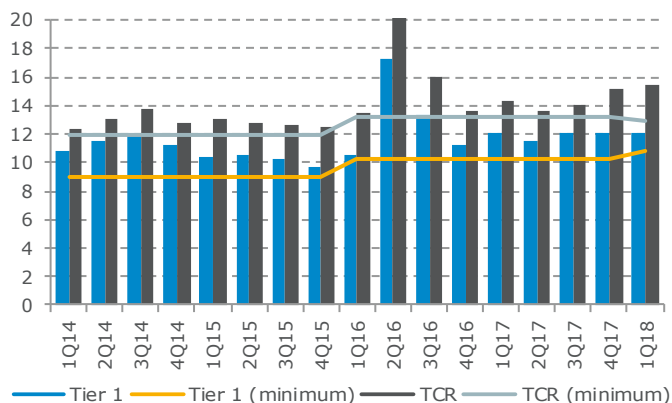
Millennium



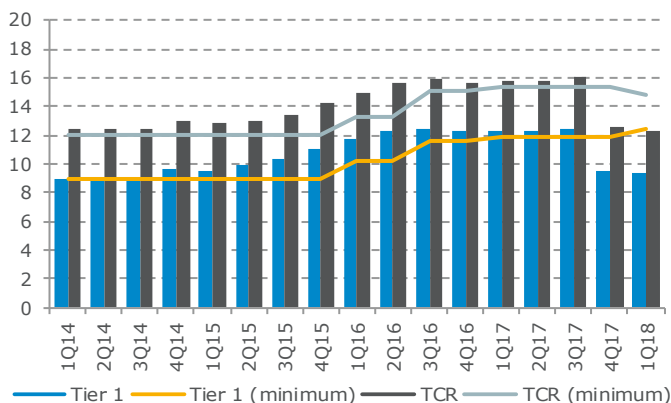
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyng, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, PBKM, Robyng.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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 Domu 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)** – wyena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

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

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl