

czwartek, 6 grudnia 2018 | opracowanie cykliczne

Banki – Podsumowanie wyników kwartalnych 3Q'18

Polska, Banki

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Mikołaj Lemańczyk

Postrzegamy wyniki za 3Q'18 pozytywnie, chociaż zaskoczenie vs konsensus było minimalne. Sumarycznie 62,5% banków zaraportowało lepsze lub zgodne wyniki z konsensem, który finalnie został przekroczony zaledwie o +0,9%. Na plus należy zaliczyć dalszą dynamiczną sprzedaż kredytów detalicznych (+20% R/R hipoteki i +11% R/R kredyty konsumenckie) oraz wzrost marży odsetkowej. Z drugiej strony, pierwszy raz od 20 kwartałów, żaden z analizowanych banków nie sprostał oczekiwaniom rynku jeżeli chodzi o wynik prowizyjny. Niepokojące jest również tempo wzrostu kosztów operacyjnych (+7% R/R w 3Q vs. 4% w 2Q i 1Q), chociaż rynek przez ostatnie 3 kwartały i tak oczekiwał jeszcze większego przyspieszenia. Wysoka dynamika kosztów najprawdopodobniej będzie się utrzymywała aż do 2Q'19, kiedy to nastąpi efekt bazowy (pierwsze podwyżki płac w 2Q'18). Uważamy, że całoroczny konsensus dla banków jest w ich zasięgu, a to oznacza, że zagregowana korekta konsensusu na 2018 i 2019 rok powinna się wreszcie zakończyć (YTD -3% na 2018 rok oraz -5% na 2019). Dobre perspektywy wyników w kolejnych kwartałach oraz atrakcyjna wycena rynkowa stwarza obecnie okazję inwestycyjną.

Wyniki za 3Q'18 w większości zgodne z oczekiwaniami

Oceniamy pozytywnie wyniki 3Q głównie ze względu na rosnący wynik odsetkowy i spadek salda rezerw pomimo negatywnych zdarzeń jednorazowych. W 3Q'18 62,5% analizowanych przez nas banków zaraportowało wynik netto równy lub wyższy od oczekiwań rynku, z zaznaczeniem, że w przypadku Getin Noble Banku to strata okazała się niższa niż spodziewana. W 62,5% przypadków analizowane banki pozytywnie zaskoczyły w kwestii wyniku odsetkowego, a negatywne odstępstwa od konsensusu były niewielkie. Warto zanotowania jest marża odsetkowa, która wzrosła o 3 p.b. Q/Q. Wyraźnie poniżej oczekiwań znalazł się wynik prowizyjny, gdzie 100% banków przedstawiło gorszy od konsensusu wynik. Według banków winnym zaistniałej sytuacji był wynik prowizyjny na rynkach kapitałowych chociaż z naszej analizy wynika, że negatywnie w 3Q'18 zaskoczyły prowizje z kart (-2% Q/Q i -1% R/R). W 3Q'18 koszty operacyjne zaskoczyły negatywnie jedynie w przypadku 3 banków. Niemniej jednak dynamika kosztów pozostaje na bardzo wysokim 7% R/R poziomie. Koszt ryzyka spadł Q/Q z 84 p.b. do 73 p.b, zaś saldo rezerw o 11,1% Q/Q oraz 2,3% R/R. Obecne wyniki wskazują na wykonanie konsensusu na poziomie 70%, ale biorąc pod uwagę sezonowość wyników banków (słaby 1Q), uważamy że konsensus całoroczny powinien być w zasięgu, a co tym idzie fala spadków konsensusu się skończyła.

Najlepsi i najgorsi po 3Q'2018

Ze względu na kompozycję najlepiej oceniamy wyniki PKO BP, Pekao i Banku Millennium. Ponadto, w przypadku PKO BP wyniki za 3Q'18 powinny pociągnąć za sobą rewizję prognoz całorocznych. Zdecydowanie zbyt optymistycznie rynek podchodzi do wyników GNB, ING i Santander. Banki pokazały wyniki zgodne lub powyżej kwartalnego konsensusu (GNB), ale dynamika wyników i trendy wskazują na nieunikniony spadek całorocznych prognoz.

Czwarty kwartał zapowiada się dobrze

Od momentu rozpoczęcia sezonu wyników do jego końca (1 miesiąc) indeks WIG Banki wzrósł o 5,3% wliczając w to załamanie notowań na Idea Banku, GNB oraz Aliorze. Zarządy banków pozostają pozytywne na perspektywy sektora włączając w to dalszy wzrost wolumenów kredytowych czy marży odsetkowej (trend już trwa prawie 4 lata). Banki nie oczekują także typowego sezonowego wzrostu salda rezerw w finalnym kwartale roku. Wszystko to może przełożyć się na kolejne kwartalne rekordowo wysokie wyniki. Z drugiej strony nie znamy skutków „afery KNF”, która może wywołać wzrost kosztów finansowania w całym sektorze. W listopadzie zarówno Getin Noble Bank jak i Idea podniosły oprocentowanie depozytów terminowych do 3,9%.

Podsumowanie wyników kwartalnych dla sektora

(mln PLN)	3Q'17	2Q'18	3Q'18	R/R	Q/Q	konsensus
Wynik odsetkowy	8 119,7	8 470,8	8 739,6	7,6%	3,2%	8 703,2
Wynik prowizyjny	2 890,5	2 920,7	2 888,6	-0,1%	-1,1%	2 915,6
Koszty operacyjne	5 095,9	5 424,8	5 451,4	7,0%	0,5%	5 540,5
Saldo rezerw	1 576,5	1 733,0	1 540,4	-2,3%	-11,1%	1 567,4
Zysk netto	3 130,3	3 222,5	3 325,1	6,2%	3,2%	3 295,2
NIM (%)	2,94	2,94	2,97	+0,02	+0,03	
CoR (%)	0,79	0,84	0,73	-0,06	-0,11	
ROE (%)	9,75	9,75	10,00	+0,25	+0,25	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, PAP

Zmiana kursu YTD

Banki	YTD
PKO BP	-8,9%
Pekao	-21,3%
Santander	-11,0%
mBank	-13,3%
ING BSK	-13,1%
Alior Bank	-31,4%
Millennium	+3,0%
Handlowy	-21,0%
Getin Noble Bank	-79,6%
Idea Bank	-89,5%
Unicredit	-26,0%
Getin Holding	-88,4%
BOŚ	-3,3%
Santander	-22,1%
WIG-Banki	-10,7%
WIG	-8,7%

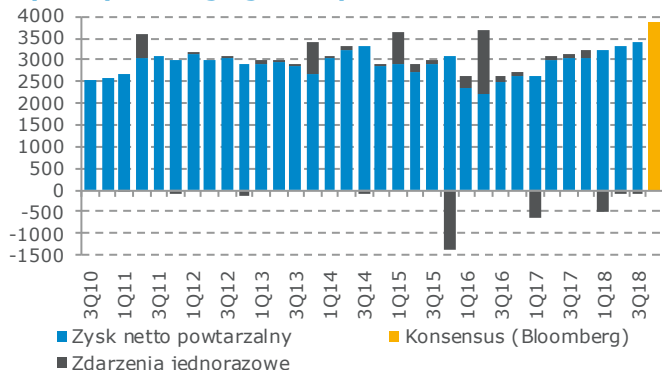
Wykonanie prognoz YTD

Banki	YTD
PKO BP	+75%
Pekao	+70%
Santander	+67%
ING BSK	+69%
Millennium	+73%
Handlowy	+76%
Alior Bank	+70%
Getin Noble Bank	n.m.
Rynek	+71%

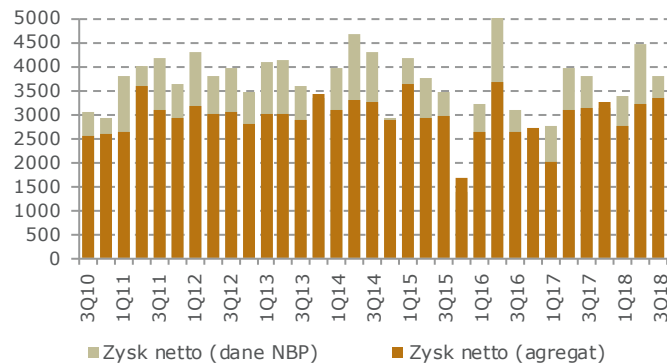


Zysk netto (mln PLN)

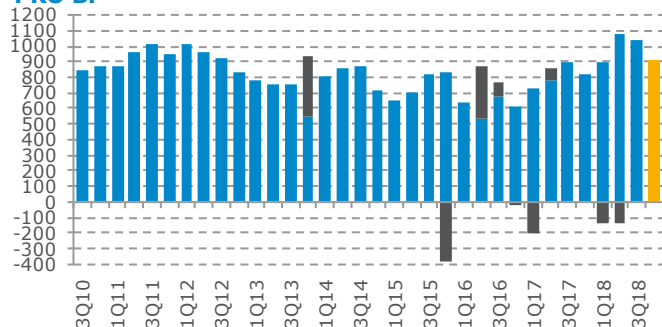
Rynek (dane zagregowane)



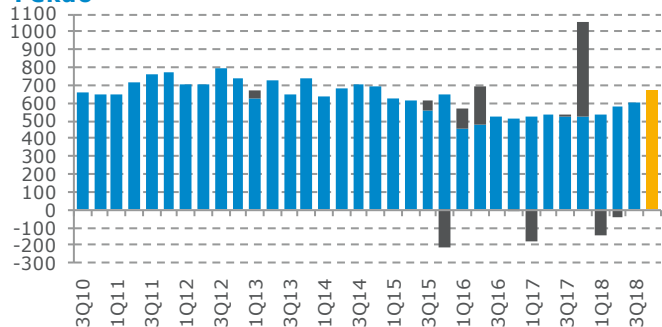
Rynek (dane zagregowane na tle danych NBP)



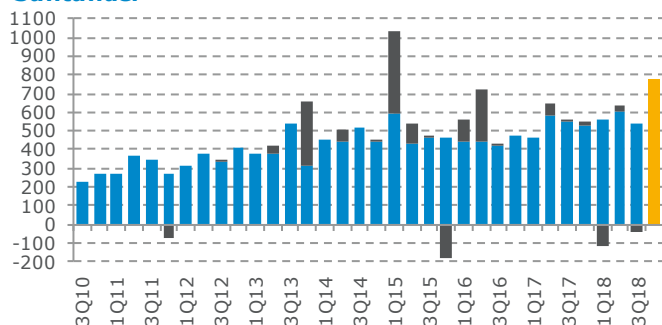
PKO BP



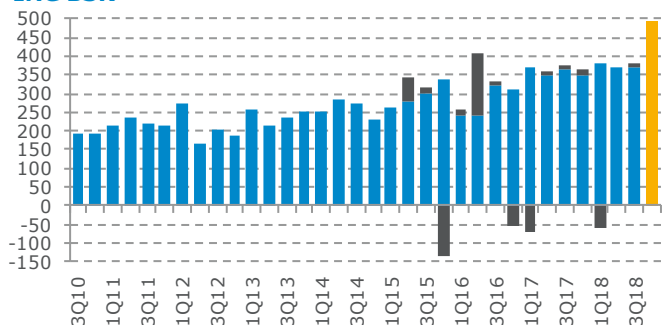
Pekao



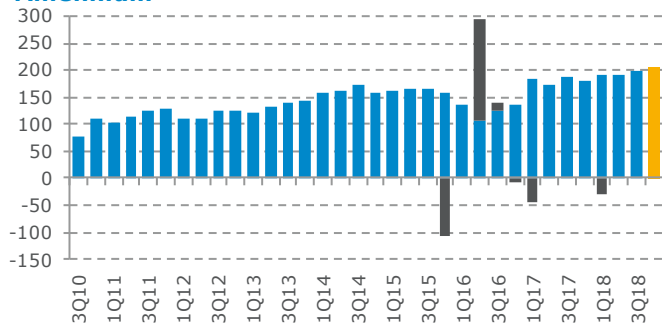
Santander



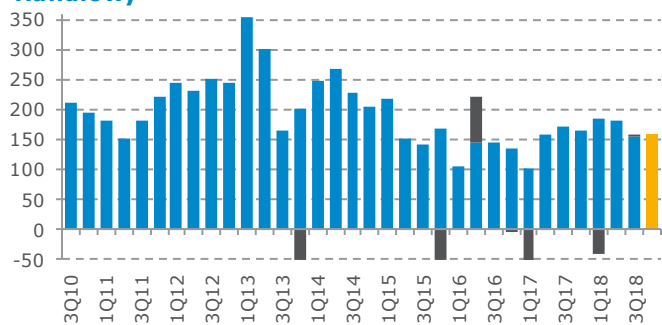
ING BSK



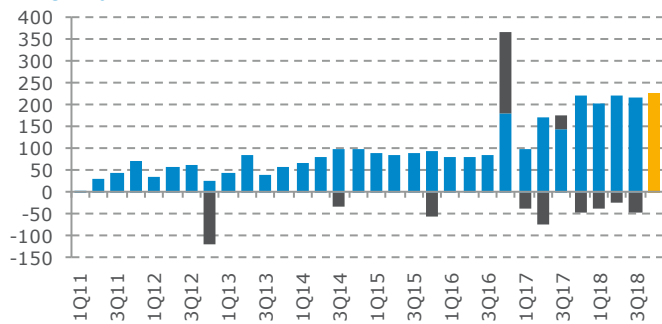
Millennium



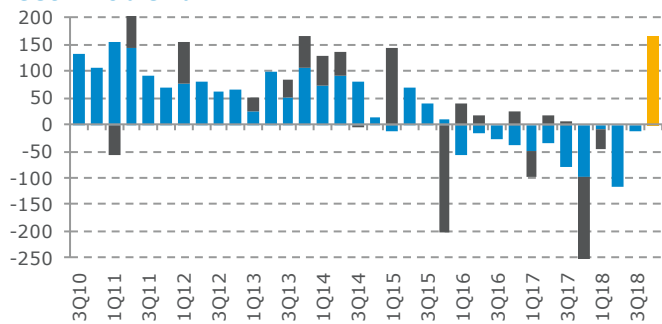
Handlowy



Alior Bank

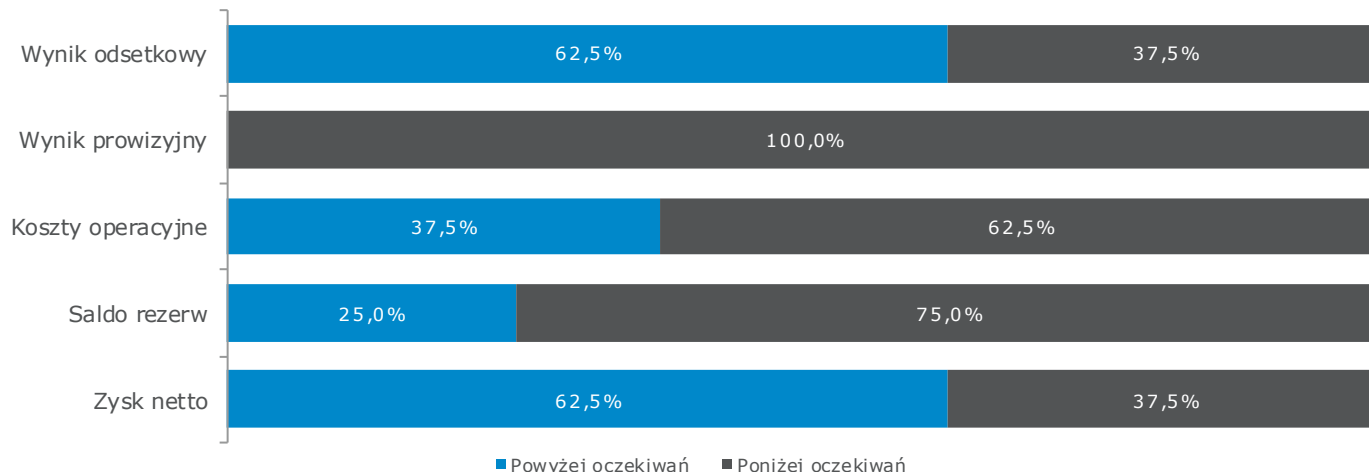


Getin Noble Bank

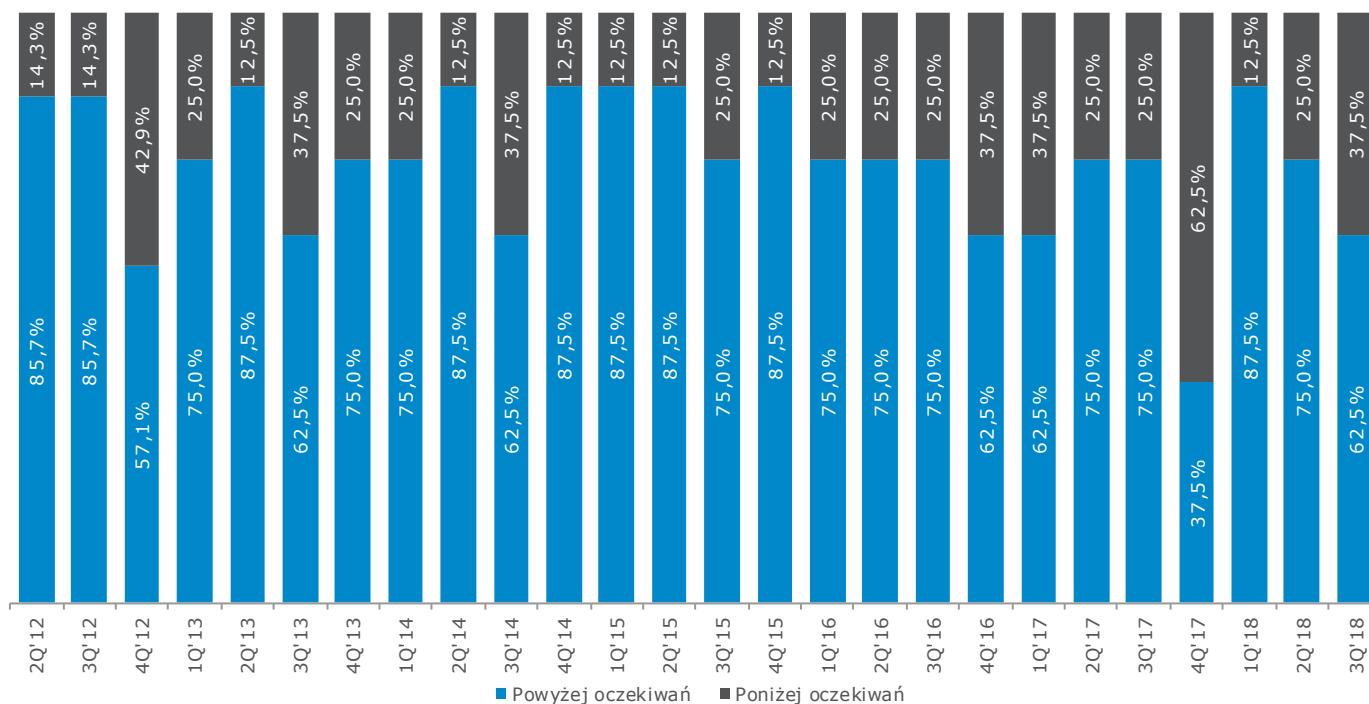


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Statystyka wyników vs. oczekiwania w 3Q'18



Zysk netto wobec oczekiwań rynkowych



Zysk/strata netto dla poszczególnych banków wobec oczekiwań rynkowych

	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	2Q'18	3Q'18
PKO	-1%	7%	7%	20%	3%	1%	5%	-3%	3%	3%	4%	-1%	8%	1%	1%
PEO	4%	3%	4%	15%	7%	12%	8%	3%	7%	2%	2%	9%	0%	1%	4%
SPL	10%	6%	4%	9%	8%	10%	0%	8%	2%	13%	0%	0%	1%	4%	-1%
ING	11%	20%	6%	12%	8%	8%	17%	-6%	4%	-2%	1%	0%	2%	-4%	0%
MIL	10%	11%	1%	-11%	3%	-8%	2%	4%	17%	2%	3%	0%	4%	3%	0%
BHW	6%	-2%	-3%	9%	-1%	11%	-3%	2%	-30%	5%	8%	0%	25%	4%	-3%
ALR	13%	2%	2%	5%	6%	1%	4%	3,6x	-20%	6%	16%	24%	-1%	3%	1%
GNB	11%	19%	-1%	21%	-4,8x	-91%	1,2x	-4,1x	29%	-62%	-5%	3,1x	-22%	-95%	25%

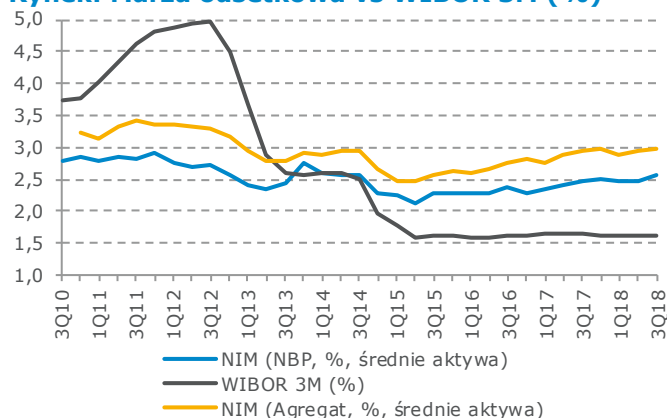
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wynik odsetkowy

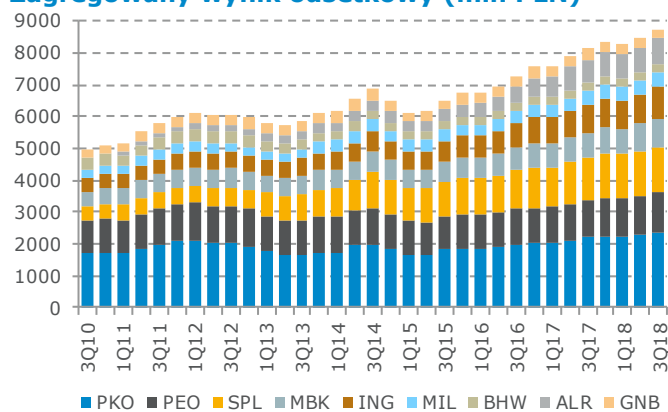
Wynik odsetkowy w 3Q'18 był mocną stroną sektora, konsensus rynkowy został pobity o 0,4%, a większość analizowanych przez nas banków zanotowało wzrost marży odsetkowej w kwartale – na poziomie rynku wzrosła ona 3 p.b Q/Q do 2,97%. Warto zaznaczyć, że przychody odsetkowe wzrosły 3,1% Q/Q, a koszty z tytułu odsetek wzrosły o 3,4%. Wynika z tego, że poprawę marży odsetkowej należy przypisać lepszej strukturze kredytów, wolniejszemu wzrostowi bazy aktywów, który wyniósł 2,5 % Q/Q. Oczekujemy, że w roku 2019 stopy procentowe nie zostaną podniesione, zaś w 2020 spodziewamy się podwyżki o 100 p.b., co powinno implikować o wiele lepsze środowisko dla wyniku odsetkowego.

Zagregowany wynik odsetkowy analizowanych przez nas polskich banków wzrósł o 3,2% Q/Q i 7,6% R/R i znajdował się lekko powyżej oczekiwań rynkowych. Jeżeli chodzi o poszczególne banki to 62,5% analizowanych instytucji pobiło konsensus, z zaznaczeniem, że zaskoczenia były raczej niewielkie, jest to jednak wynik o wiele lepszy od 2Q'2018, w którym 25% banków spełniło oczekiwania. W 3Q'2018 sektor bankowy zanotował wzrost udziału depozytów terminowych z 43,8% w 2Q'2018 do 44,2% w 3Q'2018, w analogicznym okresie spadł też udział kredytów detalicznych z 56,2% do 56,0%, z czego za spadek odpowiadał mniejszy udział kredytów hipotecznych, których udział w kredytach ogółem spadł z 40,1% do 39,8%. W kontekście poprawy marży odsetkowej najlepiej prezentował się Millenium, Getin i Alior, którym marża wzrosła odpowiednio o 10 p.b., 10 p.b. i 8 p.b., zdecydowanie najgorzej wypadł Santander, którego marża odsetkowa spadła o 14 p.b., co było głównie podyktowane wzmożoną akcją depozytową.

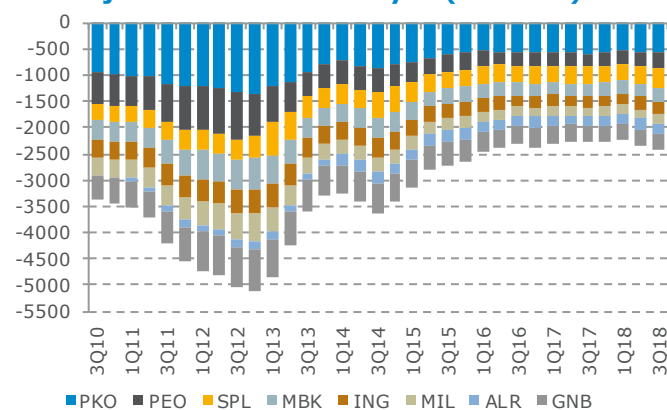
Rynek: Marża odsetkowa vs WIBOR 3M (%)



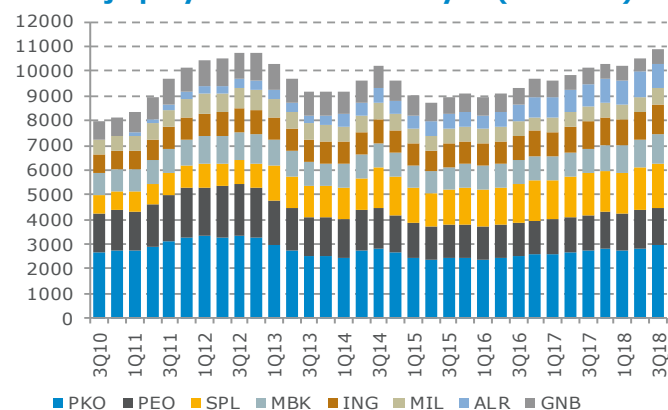
Zagregowany wynik odsetkowy (mln PLN)



Ewolucja kosztów odsetkowych (mln PLN)



Ewolucja przychodów odsetkowych (mln PLN)



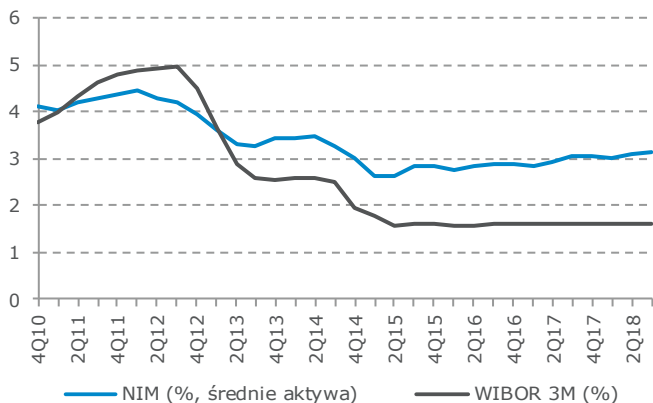
Kwartalna zmiana marży odsetkowej (do średnich aktywów)

	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	2Q'18	3Q'18
PKO	-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	0,09	0,04
PEO	-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	0,08	0,04
SPL	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	-0,16	-0,14
ING	0,00	-0,08	-0,12	0,04	0,08	0,02	0,03	0,01	0,28	0,06	-0,08	0,09	0,09	0,02	-0,09	0,06	0,05
MIL	-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	0,04	0,10
BHW	-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	-0,09	0,07
ALR	0,00	-0,23	-0,13	-0,05	-0,03	-0,07	-0,07	-0,03	0,20	0,26	-0,08	0,37	-0,14	-0,27	-0,11	0,11	0,08
GNB	0,09	-0,34	-0,37	0,06	0,11	0,22	-0,10	0,02	0,06	0,11	-0,05	0,02	0,06	0,02	-0,05	0,10	0,10
NBP*	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	0,00	0,00

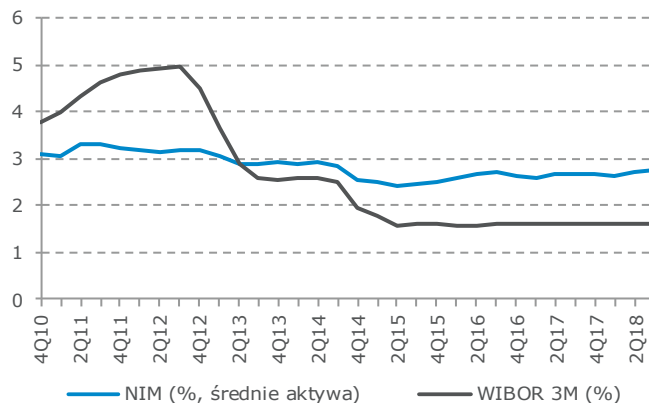
Źródło: Dom Maklerski mBanku; *stopa referencyjna NBP

NIM vs. WIBOR 3M

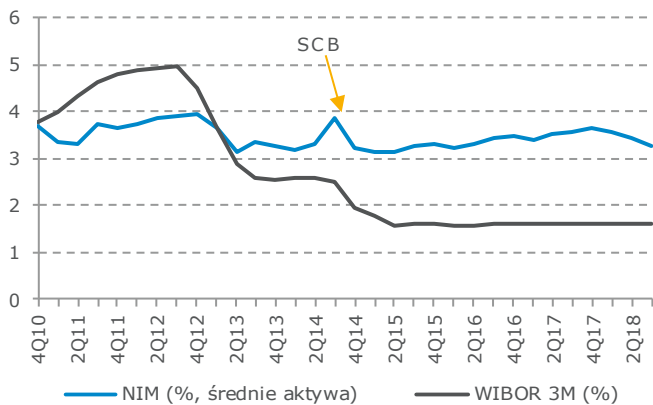
PKO BP



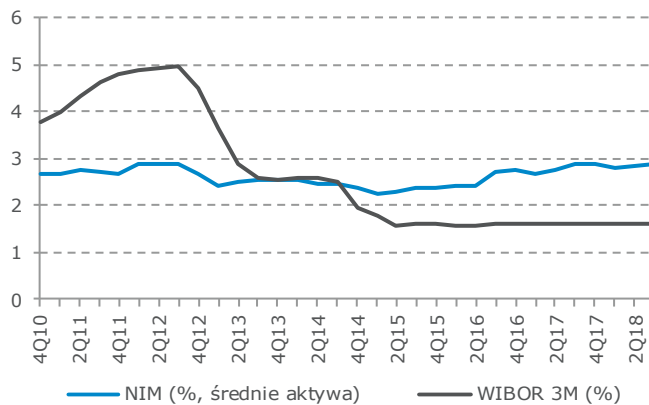
Pekao



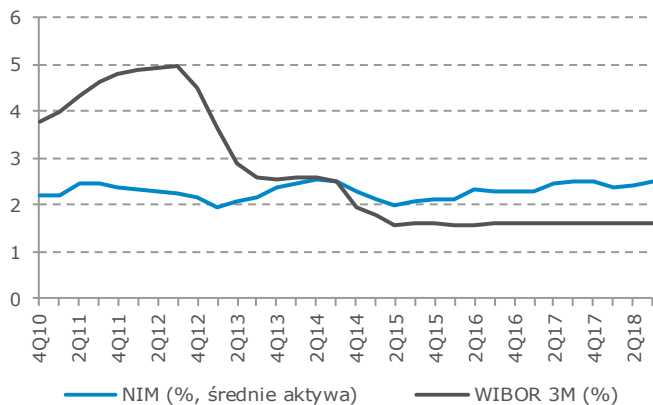
Santander



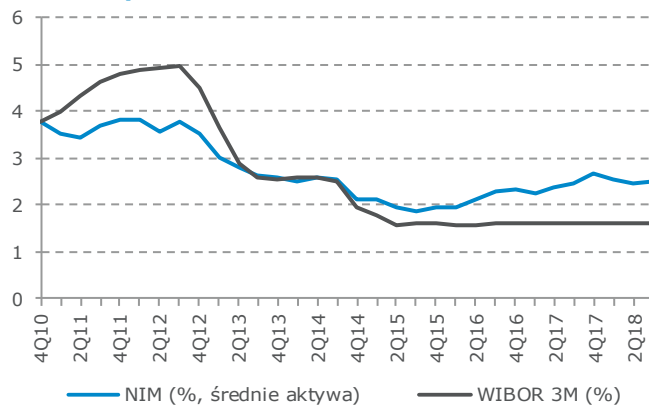
ING BSK



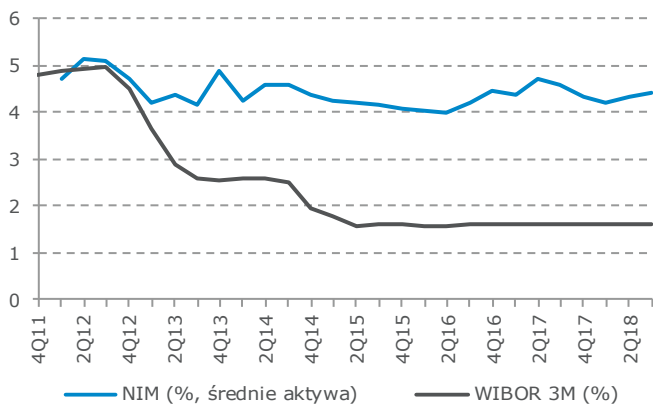
Millennium



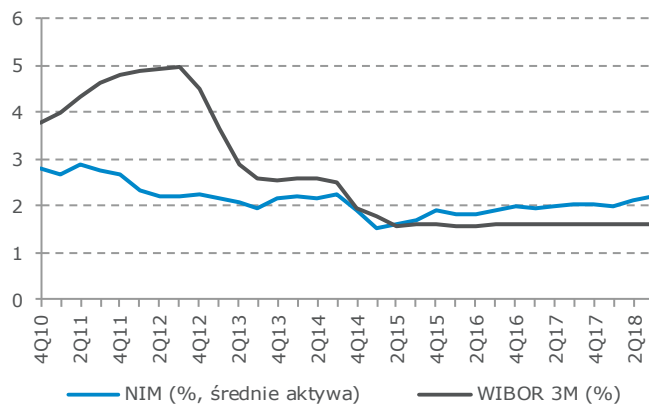
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



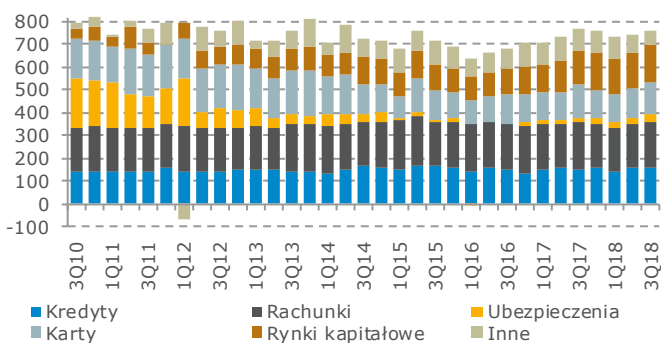
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Prowizje i opłaty

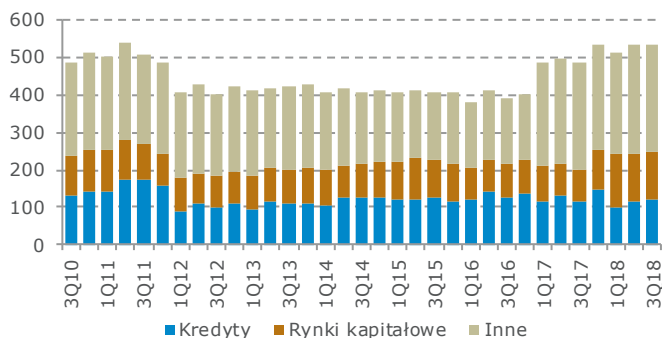
Wynik prowizyjny był płaski R/R, ale spadł 1,1% Q/Q i żaden z analizowanych przez nas banków nie spełnił oczekiwań rynkowych. Wg banków kluczem do słabszego wyniku w tej kategorii przychodów jest trudna sytuacja na polskim rynku kapitałowym, co miało negatywne przełożenie na sprzedaż produktów inwestycyjnych i kapitałowych oraz na wielkość aktywów pod zarządzaniem. Dodatkowo należy pamiętać, że banki w 2Q'18 miały zyski jednorazowe od operatorów kart co również negatywnie przełożyło się na dynamiki. Wynik prowizyjny powinien notować pozytywne dynamiki w przyszłości, ale głównie dzięki wzrostowi aktywów.

Zagregowany spadek wyniku prowizyjnego był głównie spowodowany przez prowizje kartowe (-2,3% Q/Q), a następnie pozostałe prowizje. Uważamy, że roczne dynamiki są lekko zaburzone przez nabycie Pekao TFI od UCI. Alior, PKO BP i Pekao zanotowały wzrost wyniku prowizyjnego w ujęciu kwartalnym o odpowiednio 1,1%, 2,0% i 0,3%. Reszta analizowanych przez nas banków zanotowała spadek w tej kategorii, a najgorzej wypadł ING BSK, którego wynik prowizyjny skurczył się o 6,8% Q/Q (głównie ze względu na pozytywne zdarzenia jednorazowe w kategorii kart z 2Q).

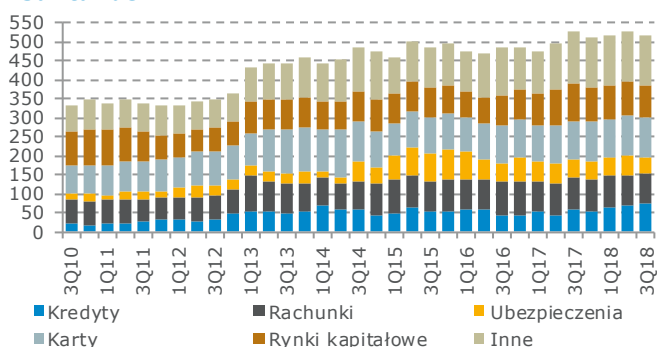
PKO BP



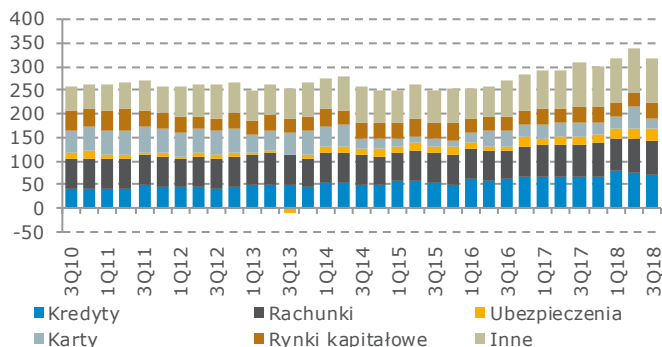
Pekao



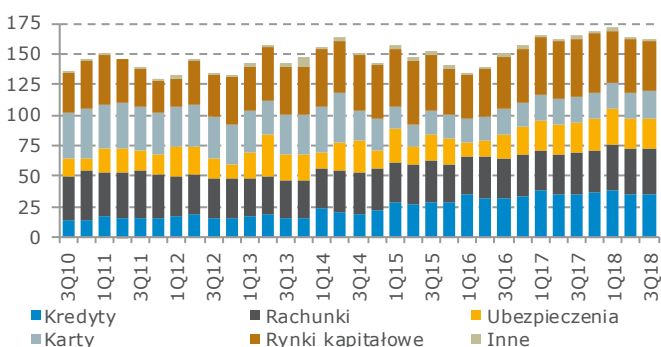
Santander



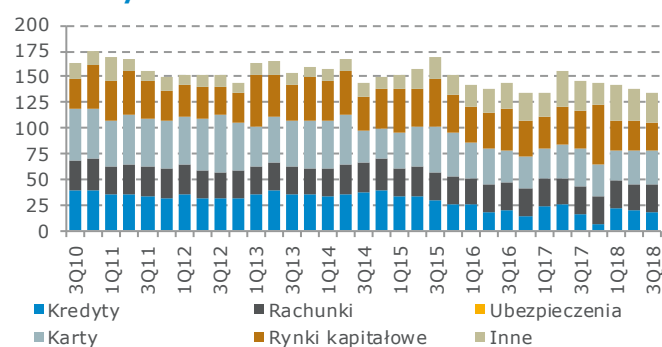
ING BSK



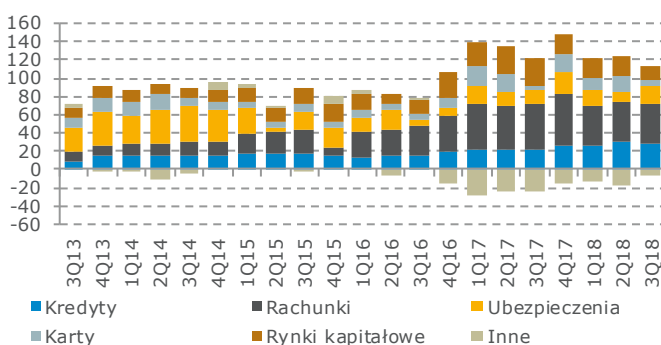
Millennium



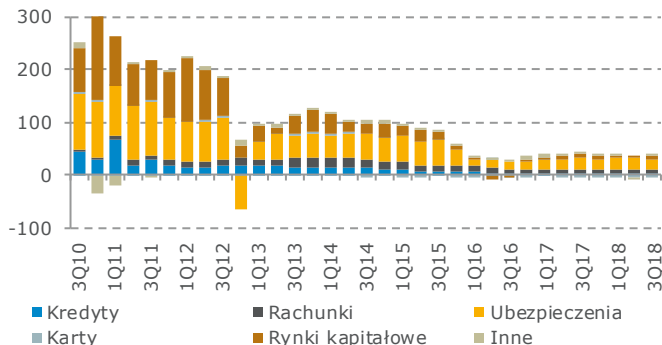
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



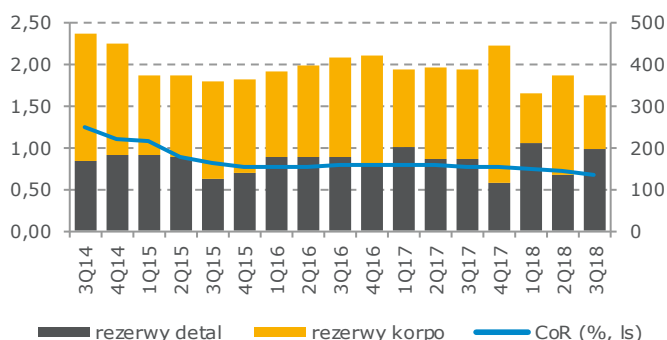
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Koszt ryzyka

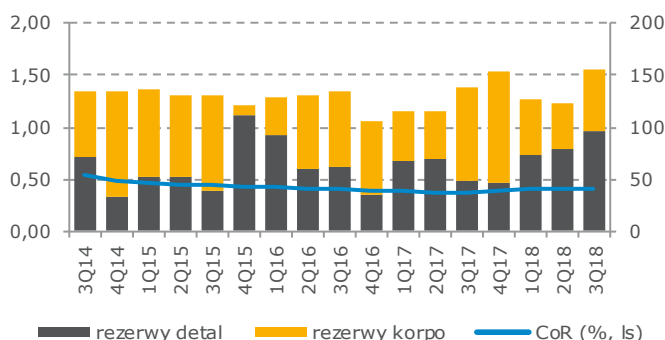
Wśród analizowanych banków łączne saldo rezerw spadło o 11,3% Q/Q i 2,3% R/R. Postrzegamy taki wynik pozytywnie szczególnie biorąc pod uwagę zdarzenia jednorazowe w kwartale (np. Alior). Spadek salda rezerw w ujęciu kwartalnym dotyczył sektora korporacyjnego (-32,5%) przy wzroście na poziomie 4% w detalu. Jest to o tyle zastanawiające, że liczba przedsiębiorstw w upadłości lub restrukturyzacji wzrosła o 2,8% Q/Q. Banki oceniają perspektywę dla kosztu ryzyka dla 4Q'18 pozytywnie, a nawet nie oczekują jego sezonowego wzrostu.

Koszt ryzyka w 3Q'2018 wyniósł 73 p.b. wobec 84 p.b. w 2Q'2018. Na uwagę zasługuje znaczący spadek kosztu ryzyka w korporacjach, z 85 p.b. w 2Q'18 do 56 p.b. w 3Q'18 przy stabilizacji w detalu na poziomie 85 p.b. Spośród analizowanych przez nas banków tylko Millennium i Pekao zanotowały marginalnie wyższy CoR niż w ubiegłym kwartale. Na docenienie w kwartale zasługuje niski poziom rezerw w PKO BP. Z drugiej strony jesteśmy lekko rozczarowani poziomem rezerw w ING, które i tak jest nadal na bardzo niskim poziomie.

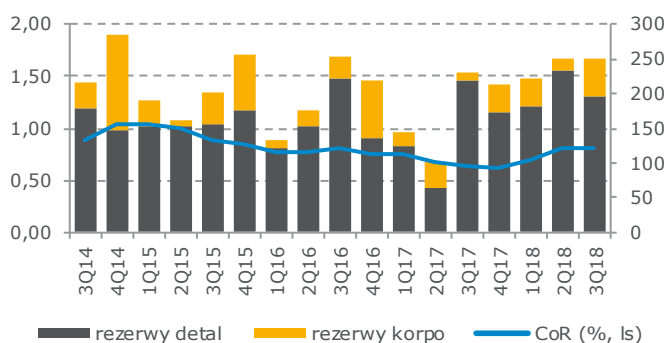
PKO BP



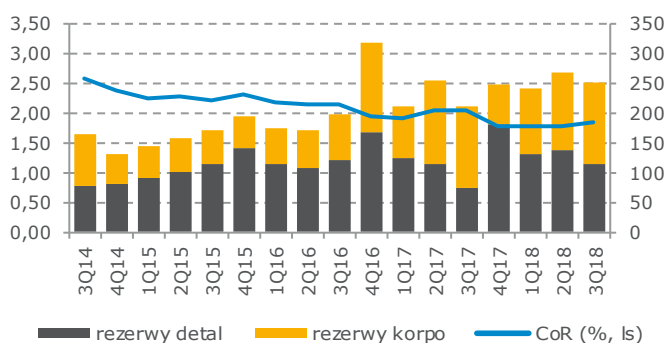
Pekao



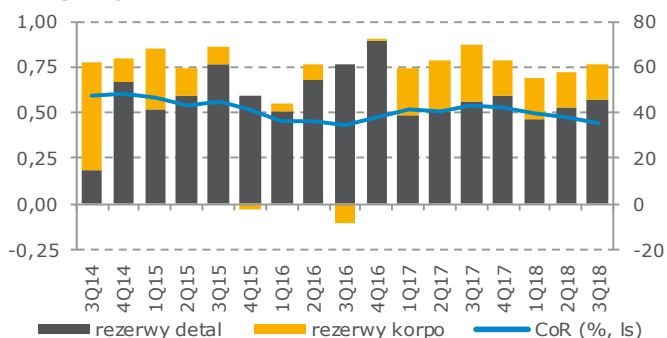
Santander



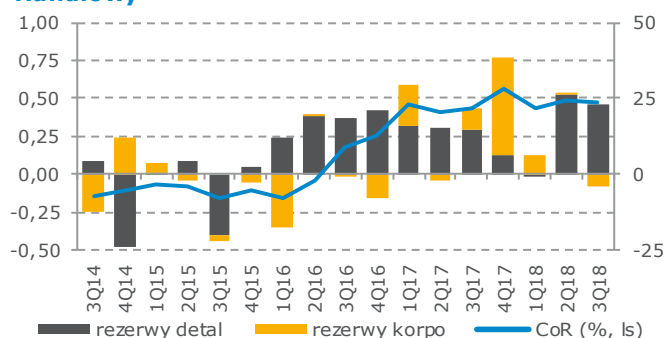
Alior Bank



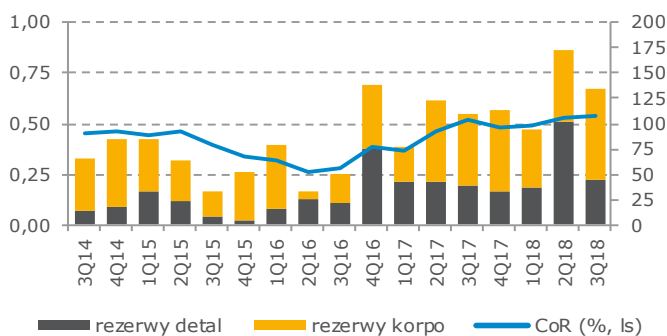
Millennium



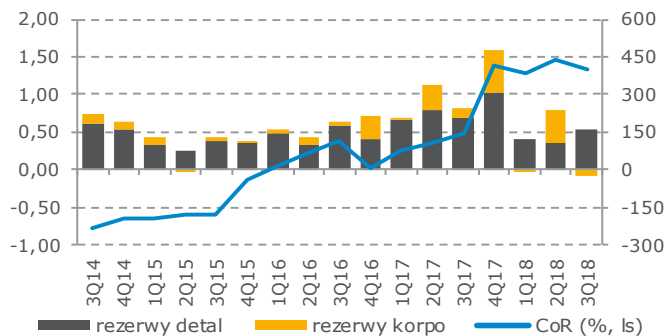
Handlowy



ING BSK



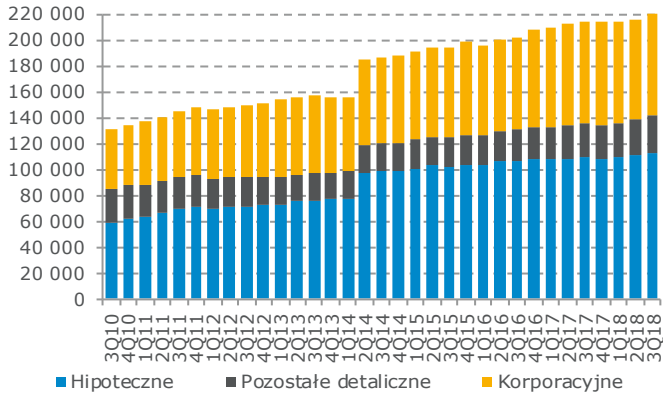
Getin Noble Bank



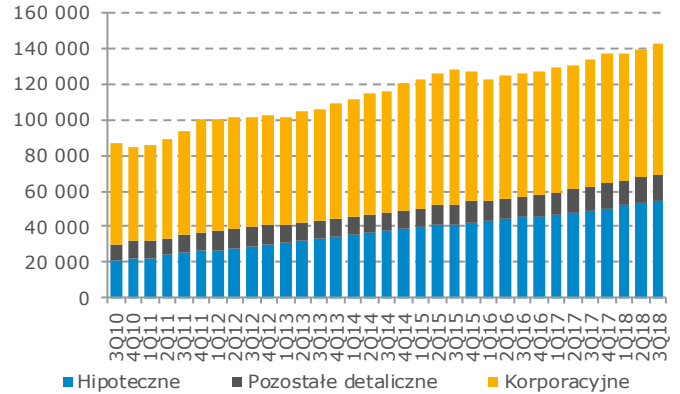
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost kredytów (mln PLN)

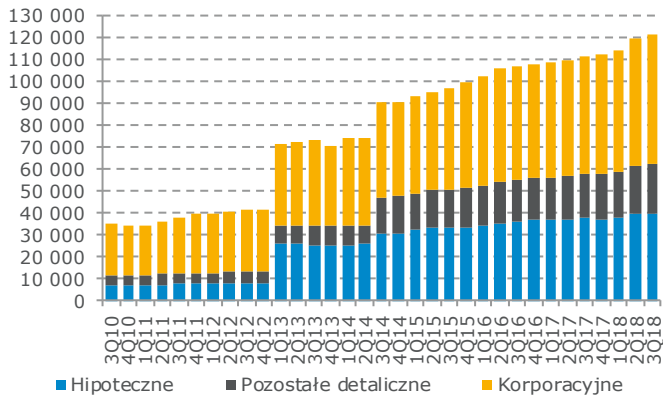
PKO BP



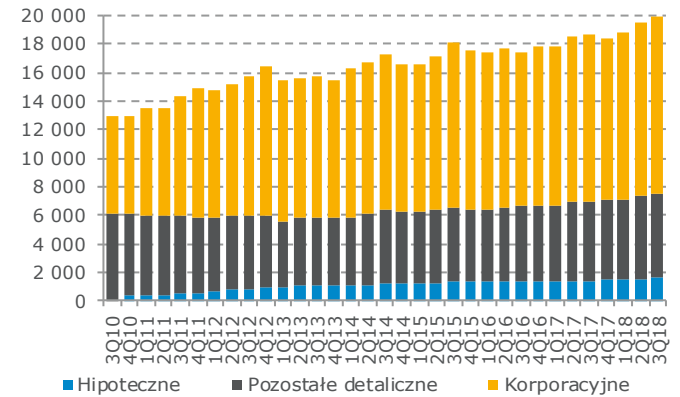
Pekao



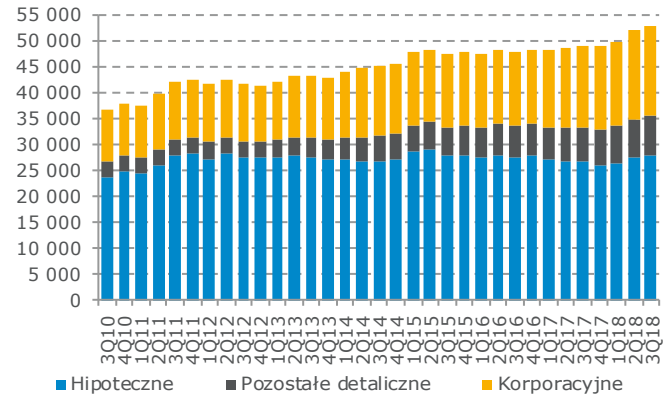
Santander



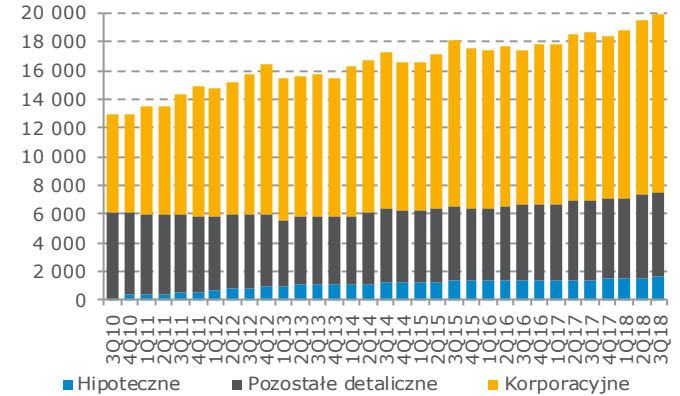
Handlowy



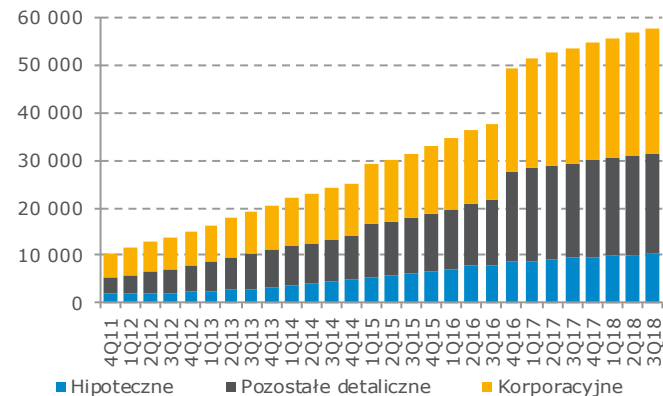
Millennium



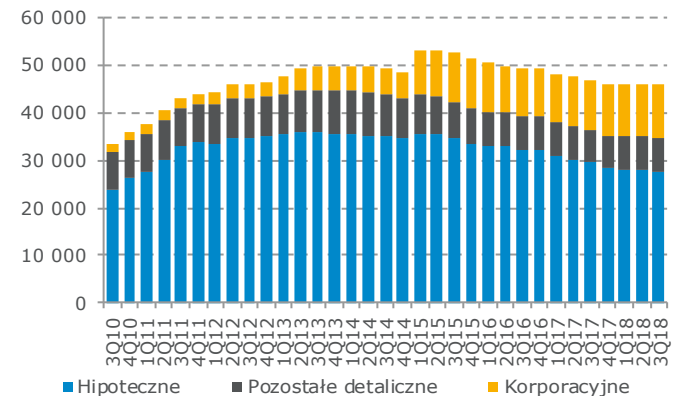
Handlowy



Alior Bank



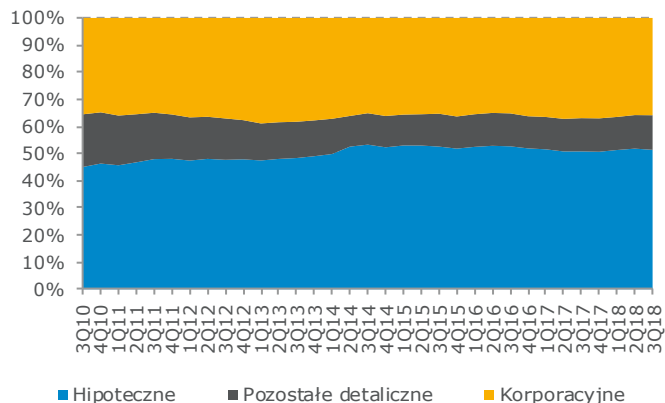
Getin Noble Bank



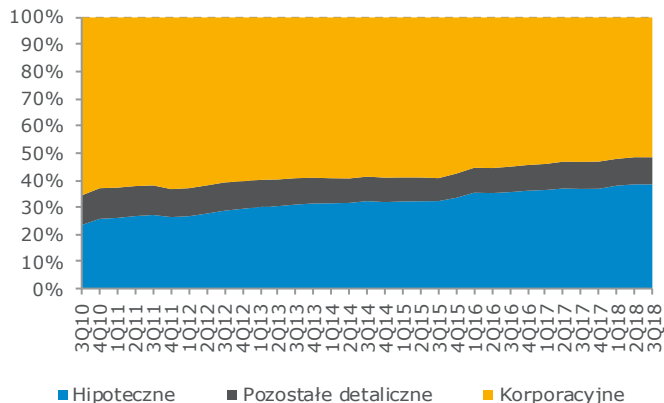
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura kredytów

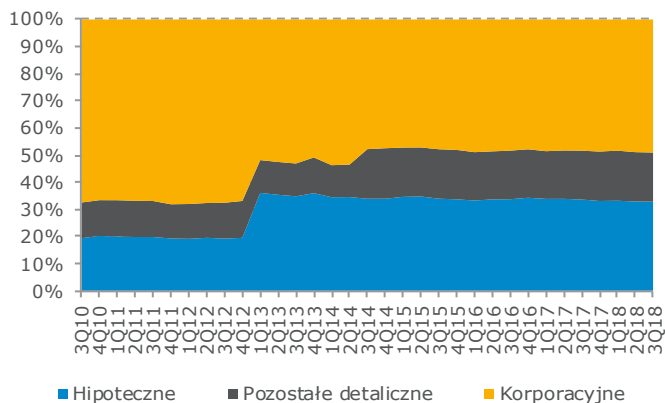
PKO BP



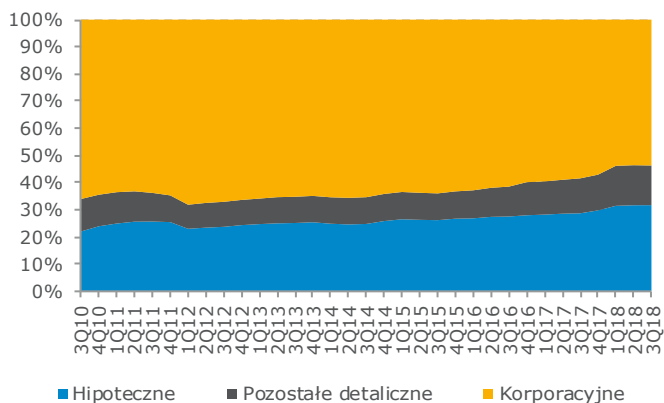
Pekao



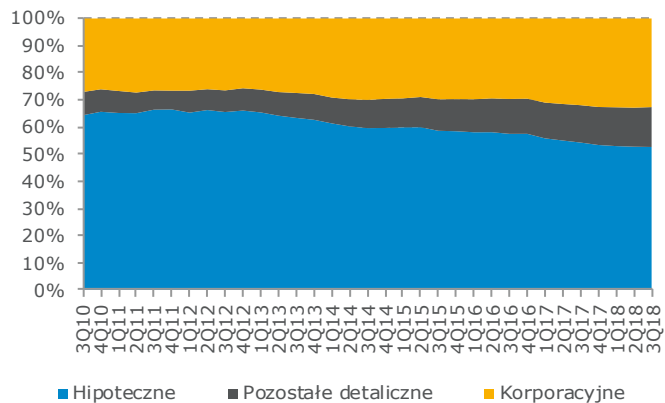
Santander



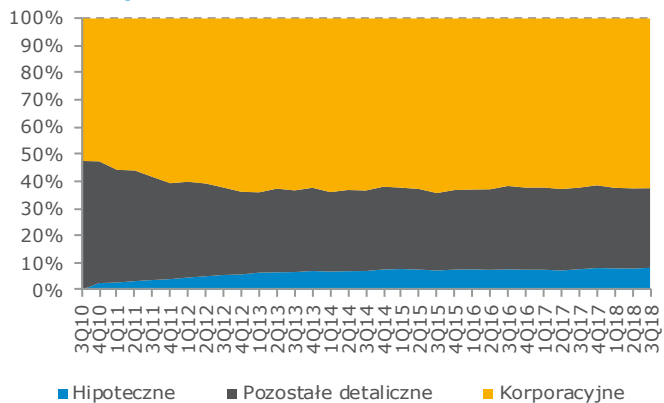
ING BSK



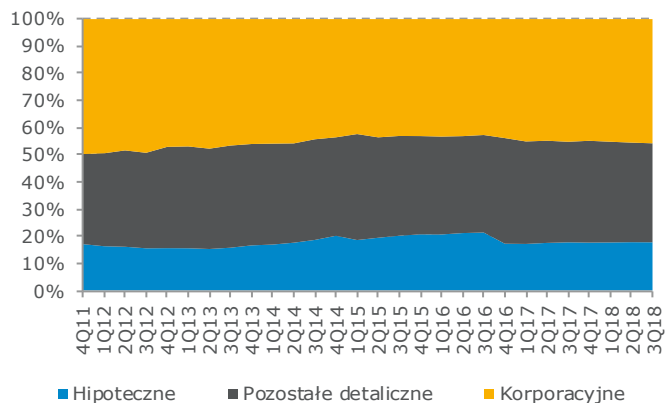
Millennium



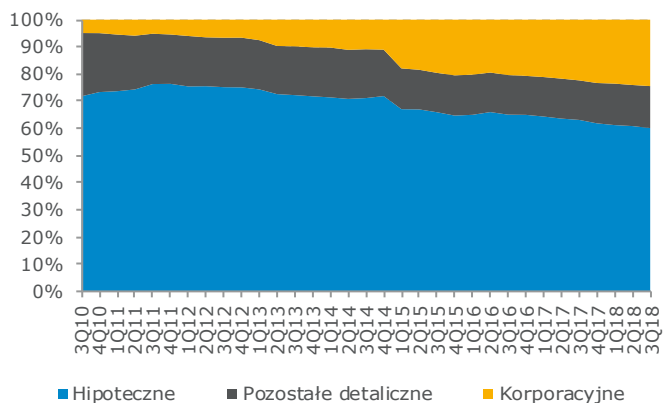
Handlowy



Alior Bank



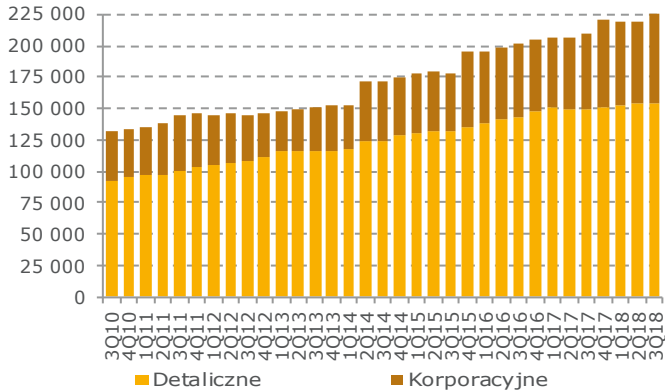
Getin Noble Bank



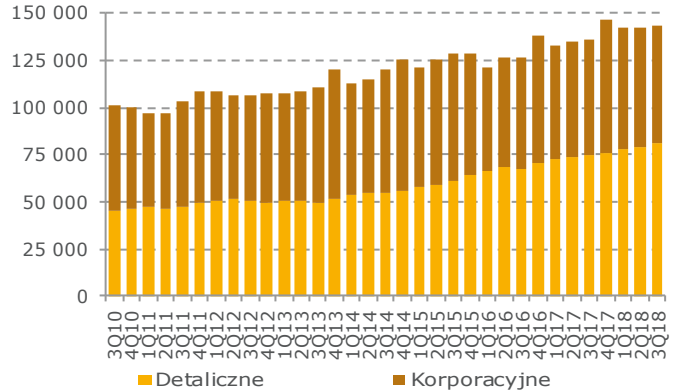
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wzrost depozytów (mln PLN)

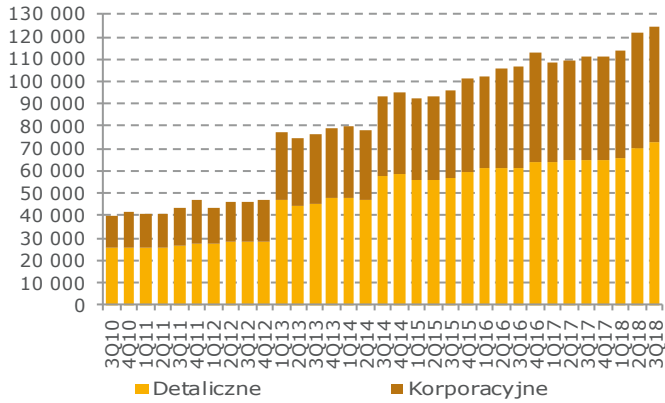
PKO BP



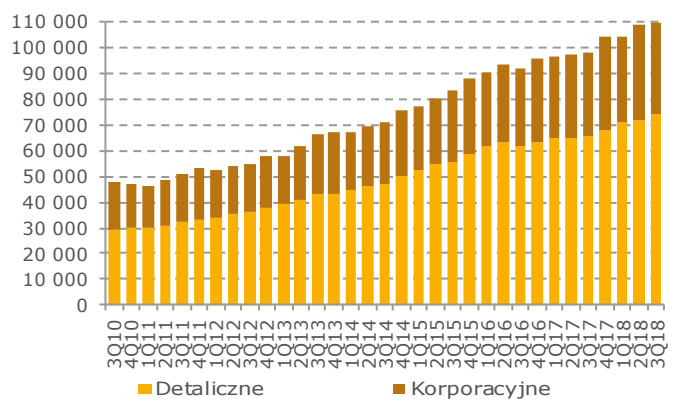
Pekao



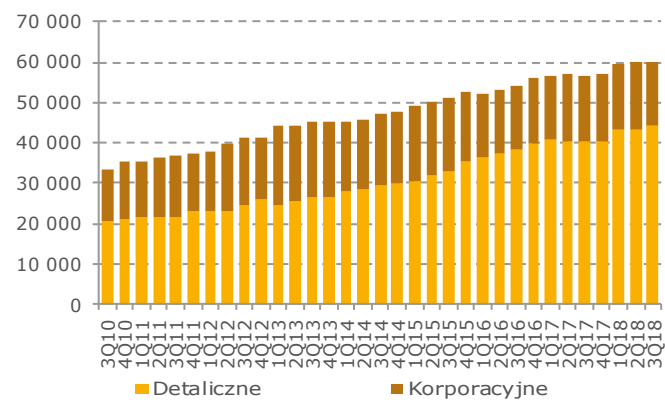
Santander



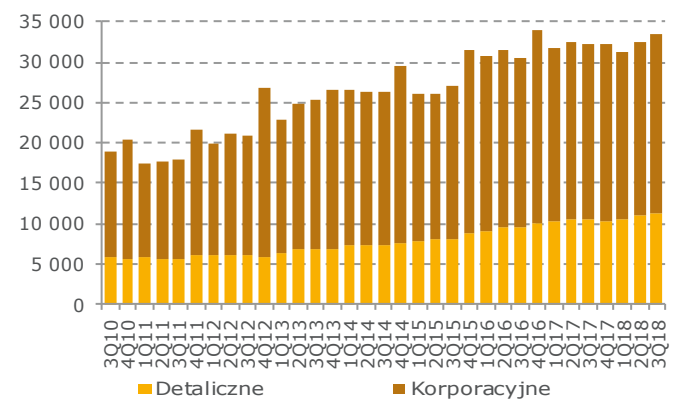
ING BSK



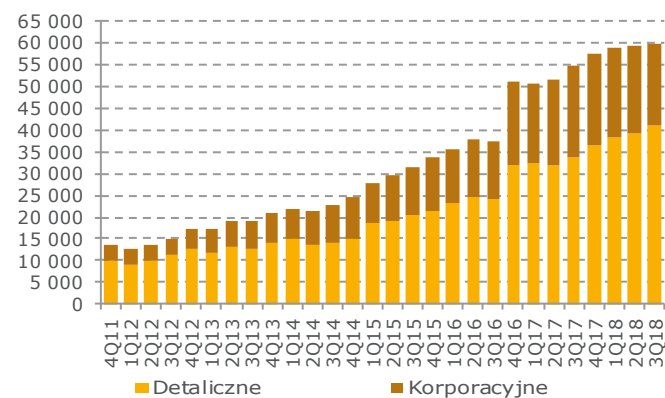
Millennium



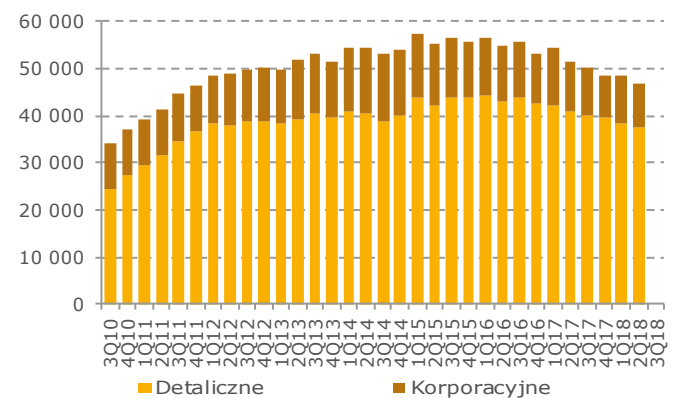
Handlowy



Alior Bank



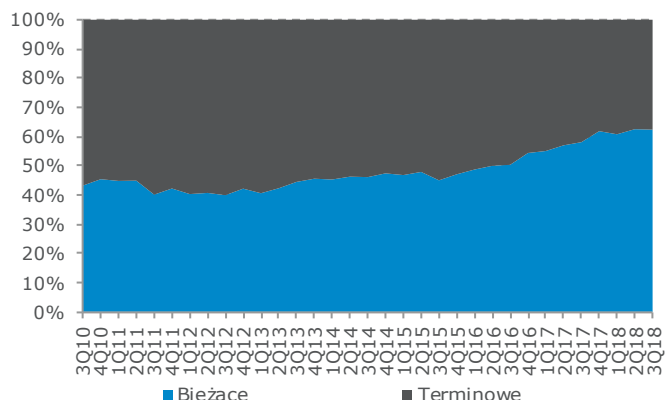
Getin Noble Bank



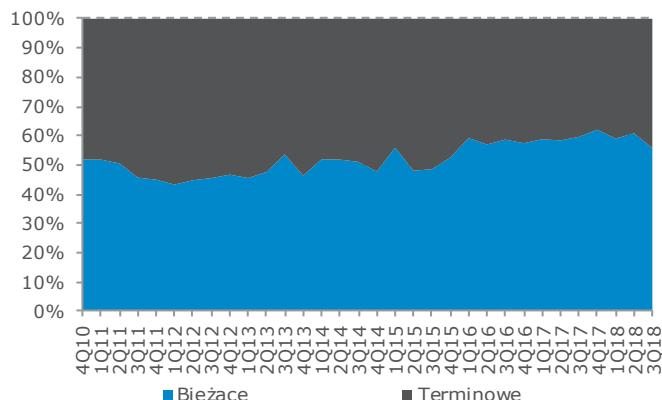
Źródło: Dom Maklerski mBanku

Struktura depozytów

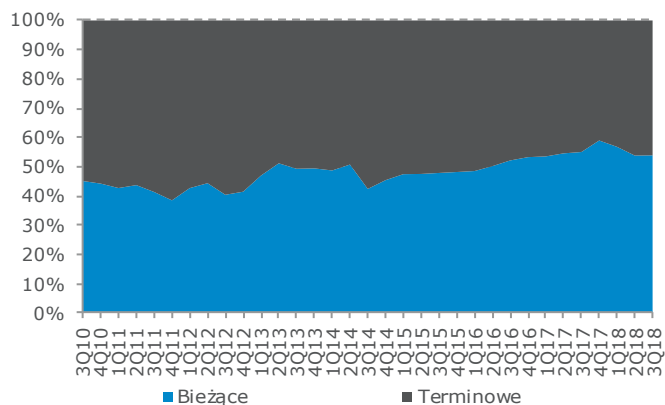
PKO BP



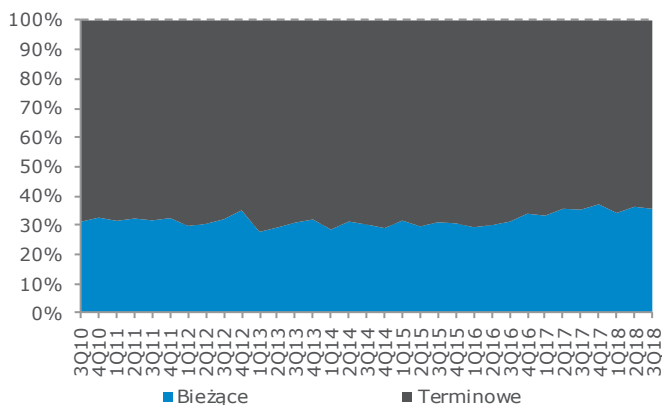
Pekao



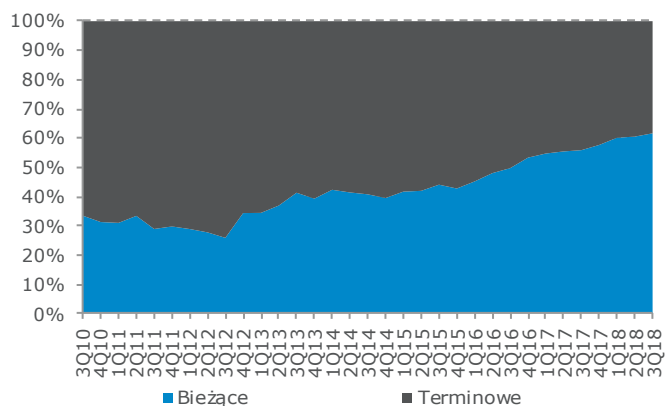
Santander



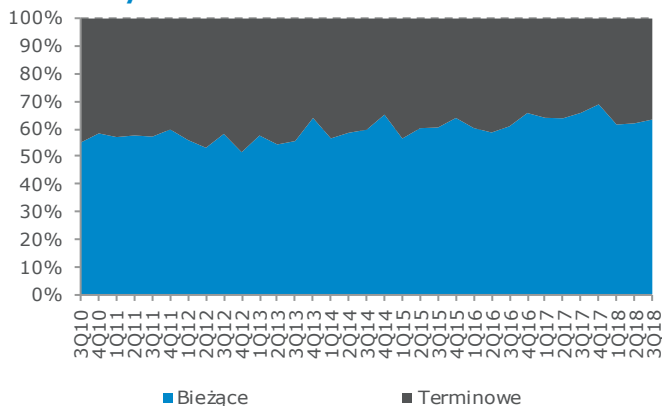
ING BSK



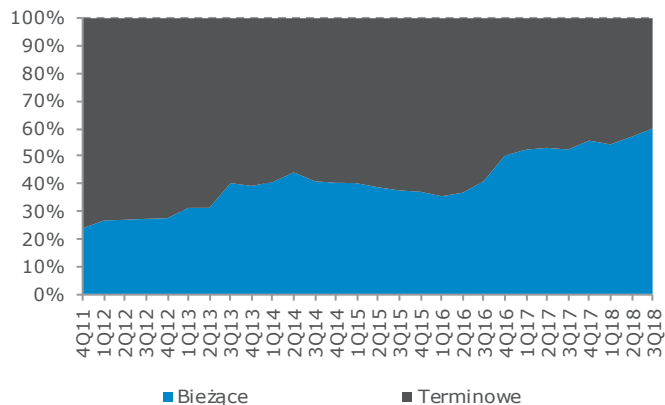
Millennium



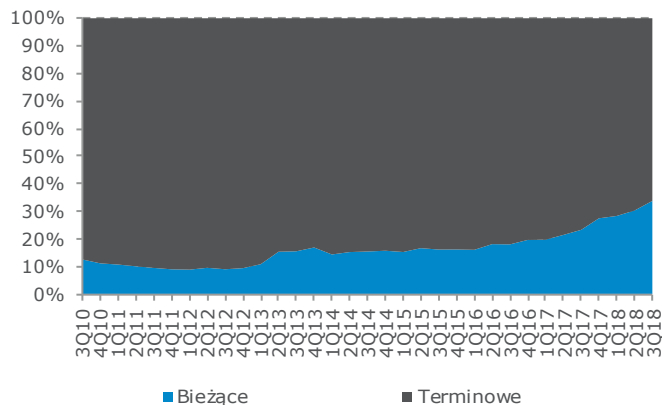
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank

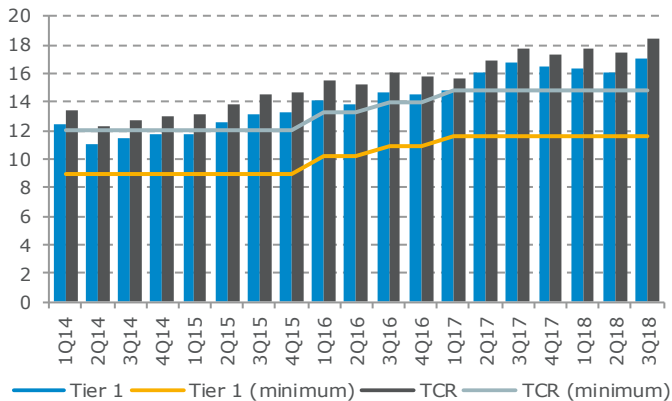


Źródło: Dom Maklerski mBanku

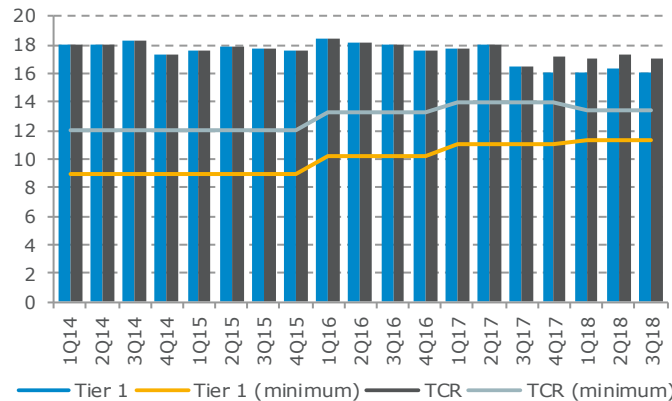


CET1

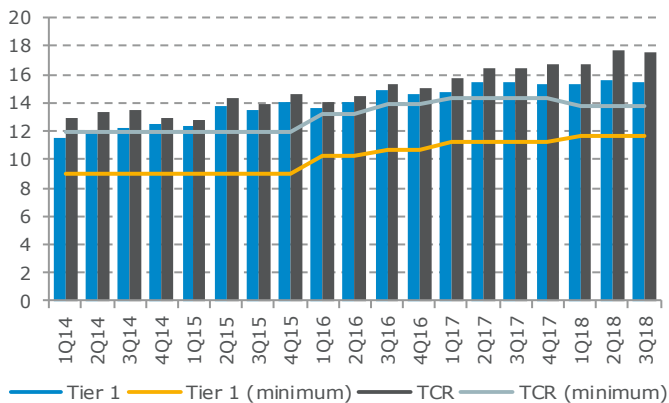
PKO BP



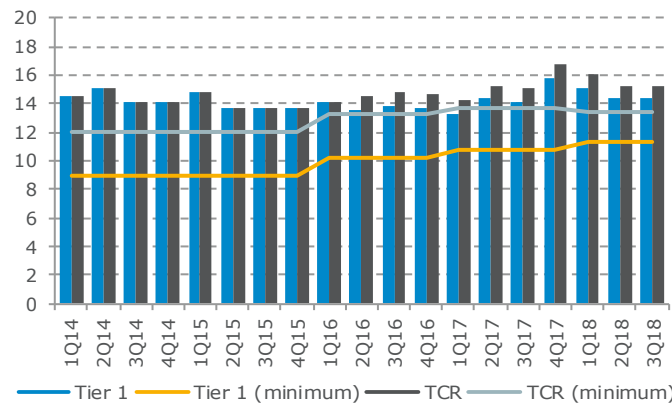
Pekao



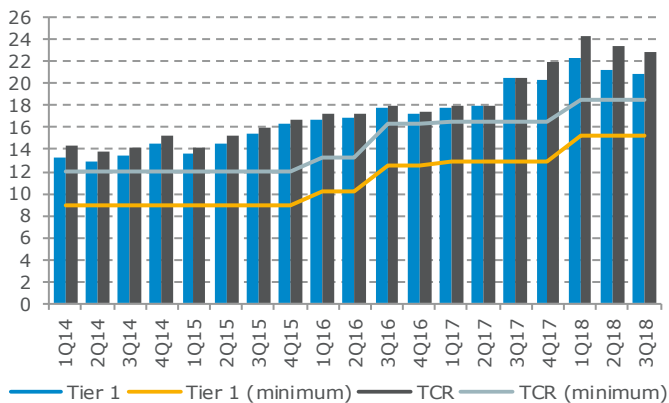
Santander



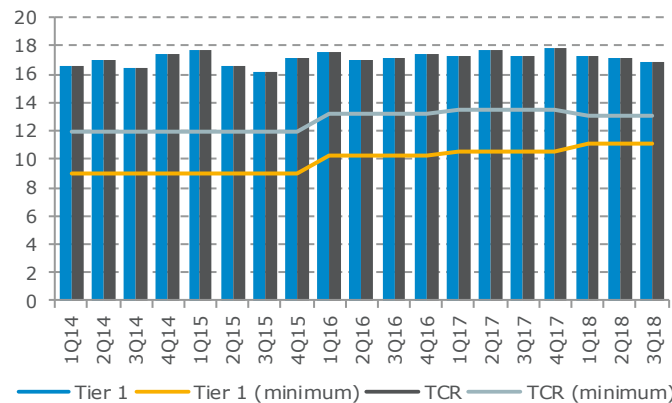
ING BSK



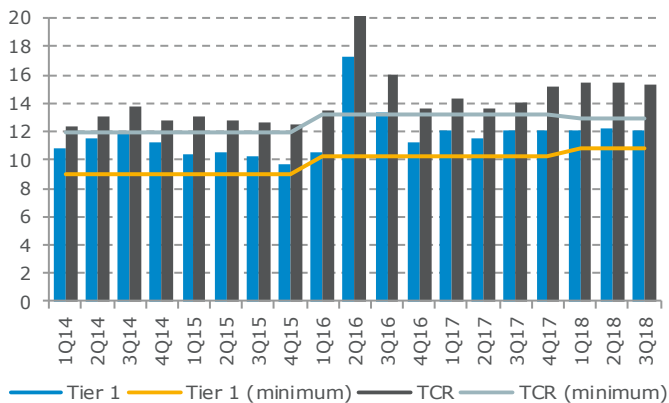
Millennium



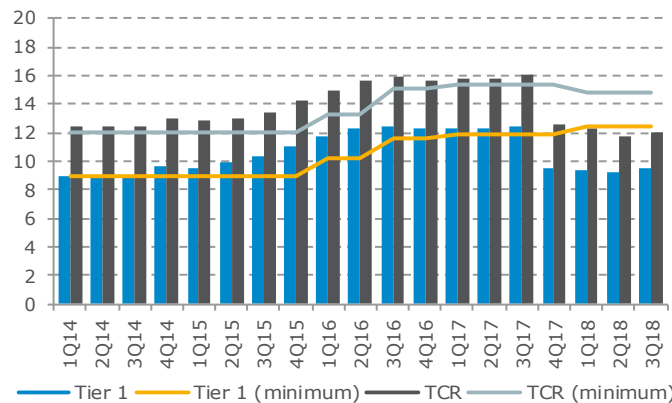
Handlowy



Alior Bank



Getin Noble Bank



Źródło: Dom Maklerski mBanku

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniej 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 postępującego 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 świadczył, 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, BOS, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, 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, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmec, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Cognor Holding, PBKM.

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 abonentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w 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) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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 46
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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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