

poniedziałek, 28 stycznia 2019 | komentarz specjalny

Banki – Prognozy wyników za 4Q 2018

Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07

Prognozujemy, że 4Q'18 okaże się rekordowy, a zysk netto analizowanych przez nas banków wzrośnie o 13,9% Q/Q i 5,2% R/R. Uważamy, że jest to pozytywna i ważna informacja w kontekście kontynuacji bicia rekordów w 2019 roku oraz obecnej nadal atrakcyjnej wyceny sektora. Co ważne, wzrost wyników powinien być napędzany przez linie przychodowe, włączając w to wynik odsetkowy (+3,6% Q/Q) oraz prowizyjny (+2,5%), który pozostanie pod presją ze względu na zachowanie rynków kapitałowych w 4Q'18. Rynek powinien z zadowoleniem przyjąć dalszy wzrost marży odsetkowej (+ 3 p.b.) oraz wysoką sprzedaż kredytów detalicznych, która nieznacznie spadnie w ujęciu kwartalnym. Jednocześnie zaznaczamy, że finalny kwartał 2018 roku nie pozostanie bez zdarzeń jednorazowych, na które składać się będą rozpoznanie ujemnej wartości godziwej w Santander PL, koszty integracji związane z nabyciem polskich oddziałów Deutsche Banku czy SocGen, jednorazowe odpisy na segment korporacji czy wreszcie sprzedaż papierów wartościowych czy portfeli wierzytelności. Podsumowując uważamy, że wyniki za 4Q'18 powinny pozytywnie przełożyć się na sentyment do sektora, uwiarygodnić konsensus prognoz na rok 2019, który naszym zdaniem zakończył swoją korektę.

Prognozy wyniku netto poszczególnych banków

(mIn PLN)	mDM	Q/Q	R/R	Konsensus	Różnica (%)
PKO BP	1 001	-4%	22%	956	4,7%
Pekao	673	-10%	-44%	679	-0,9%
Santander	869	75%	58%	930	-6,6%
ING	404	7%	10%	420	-3,8%
Millennium	185	-8%	3%	198	-6,8%
Handlowy	172	8%	5%	165	4,0%
Alior Bank	176	2%	1%	203	-13,0%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

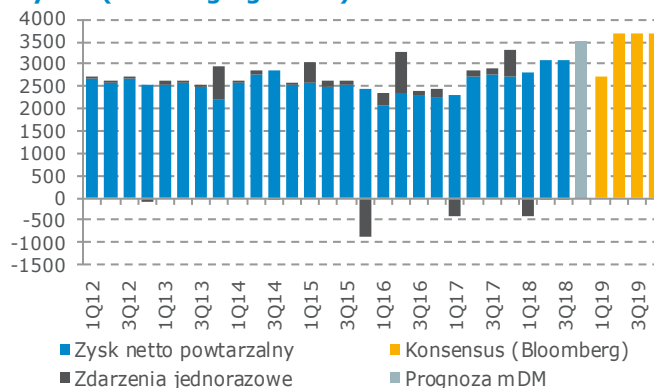
Kalendarium wyników

	Wyniki wstępne	Wyniki
Santander	2019-01-31	2019-02-22
Millennium	2019-02-05	2019-02-22
Pekao		2019-02-26
mBank	2019-02-07	2019-02-27
Alior Bank		2019-02-28
PKO BP		2019-03-04
ING	2019-02-13	2019-03-08
BOŚ		2019-03-14
BGŻ BNP Paribas		2019-03-14
Handlowy	2019-02-14	2019-03-22
Getin Noble Bank		2019-04-26
Idea Bank		2019-04-26

Źródło: Banki

Implikowany kwartalny zysk netto sektora (mln PLN)

Rynek (dane zagregowane)



Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Pekao gwiazdą wyników

Uważamy, że „gwiazdą” wyników za 4Q'18 zostanie Bank Pekao a następnie PKO BP. Wyniki Pekao nie powinny zaskoczyć wysokością osiągniętego zysku netto, ale strukturą i jakością (silne linie przychodowe, koszty pod kontrolą). Z kolei PKO BP udowodni, że stopniowo wkracza w erę zysku netto na poziomie +1 mld PLN. Na drugim biegunie widzimy prognozy Banku Millennium oraz Alior Banku, które mogą lekko negatywnie zaskoczyć ze względu na koszty związane z integracją oraz w przypadku Aliora kolejne odpisy w segmencie korporacyjnych. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że finalne odpisy na Ruch w Aliorze powinny „uwolnić” bank od dalszych spekulacji ich wpływu na wyniki 2019 roku.

Wymogi kapitałowe do wypłaty dywidendy i DPS

	75%		100%		Stan na Q3'18		mDM DPS
	Tier 1	TCR	Tier 1	TCR	Tier 1	TCR	
PKO BP	14,3%	16,4%	15,0%	17,1%	17,1%	18,4%	1,49
Pekao	13,8%	15,8%	18,0%	20,0%	16,1%	17,0%	6,32
Santander	13,9%	16,0%	14,8%	16,9%	15,5%	17,6%	26,37
ING	13,5%	15,5%	16,8%	18,8%	14,4%	15,2%	3,41
Millennium	17,7%	21,3%	21,2%	24,7%	20,9%	22,9%	0,00
Handlowy	13,3%	15,3%	17,7%	19,7%	16,9%	16,9%	3,80
Alior Bank	13,0%	15,0%	14,5%	16,5%	12,1%	15,3%	0,00

Źródło: Banki, Dom Maklerski mBanku

Aktualizujemy prognozę dywidendy

Biorąc pod uwagę dotychczasowe wyniki banków oraz nasze prognozy na Q4'18, zaktualizowaliśmy nasze oczekiwania dotyczące wypłaty dywidendy za 2018 rok. Choć najnowsze bufory stres testowe przedstawione przez KNF zmieniły krajobraz, jeżeli chodzi o możliwość wypłaty 100% zysku przez banki, to w praktyce nowe domiary rekomendowane przez regulatora wpłynęły tylko na politykę dywidendową Pekao, który z dużym prawdopodobieństwem nie będzie mógł wypłacić zapowiadanych co najmniej 90% zysku. Z tego powodu zmniejszyliśmy założoną dla Pekao stopę wypłaty z 90% do 75%. W związku z nieoczekiwaną zmianą bank zapowiedział aktualizację polityki dywidendowej i podniesienie planowanej w latach 2020-21 stopy wypłaty

dywidendy w kierunku 75%. Drugim bankiem, na który zwracamy uwagę jest Santander w przypadku którego, oprócz wypłaty 50% zysku z 2018 roku, przewidujemy dodatkowo wypłatę z zysku niepodzielonego z lat ubiegłych w wysokości około 1,5 mld PLN, co oznaczałoby rekordową dywidendę w wysokości 26,37 PLN na akcję. Zaznaczamy jednak, że możliwość dodatkowej wypłaty jest warunkowana zgodą regulatora. W pozostałych przypadkach nie spodziewamy się nadzwyczajnych wydarzeń w kontekście wypłaty dywidendy.

Alior Bank

- Alior Bank opublikuje wyniki 28 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 176,4 mln PLN, czyli wzrośnie o 2,0% Q/Q i o 0,7% R/R.
- Nasza prognoza jest o 13% niższa od implikowanego dla 4Q'18 wyniku z całorocznych prognoz rynku (źródło: Bloomberg).
- Uważamy, że na wysokość wyniku netto wpływ będzie miało utworzenie jednorazowych rezerw w wysokości 80 mln PLN na Ruch.
- Oczekujemy wzrostu wolumenów kredytowych w tempie +10% R/R oraz +5% Q/Q co pozwoli zrealizować cele strategiczne na 2018 rok.
- Silne wolumeny napędzą wzrost wyniku odsetkowego o +3,1% Q/Q oraz +10,8% R/R co przekłada się na stabilną marżę odsetkową w kwartale.
- Oczekujemy znormalizowanego salda rezerw na poziomie około 220 mln PLN a powiększonego o zdarzenia jednorazowe na poziomie 304 mln PLN. Koszt ryzyka prognozujemy na poziomie 207 p.b.
- Koszty operacyjne szacujemy na poziomie 425 mln PLN co oznacza ich wzrost o 3,5% Q/Q.
- Niemniej jednak niższe koszty w 3Q'18 wynikały z rozwiązania rezerwy urlopowej.
- Uważamy, że znaczące zwiększenie rezerw na Ruch w 2018 roku powinien zostać pozytywnie rozpatrywany przez rynek dzięki czemu konsensus na 2019 rok się urealnia. Z drugiej strony pozostaje nadal nierozwiązana sprawa kary lub jej braku na W Investment co leży w gestii KNF. Podsumowując uważamy, że pozytywne dynamiki kredytowe oraz wyniku odsetkowego powinny pozytywnie oddziaływać na sentyment.

Alior Bank: Prognoza wyników za 4Q'18

(mIn PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	727,3	805,7	3%	11%
Wynik prowizyjny	132,5	106,5	0%	-20%
WNDB	1028,2	1054,3	4%	3%
Koszty operacyjne	442,3	425,9	-4%	-4%
Saldo rezerw	240,5	304,3	22%	27%
Zysk netto	175,2	176,4	2%	1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Santander Bank Polska

- Santander Bank Polska zaraportuje wyniki za 4Q'18 30 stycznia 2019 roku (środa).
- Zysk netto za 4Q'18 prognozujemy na poziomie 868,9 mln PLN, +75,5% Q/Q oraz +58,4% R/R.
- Nasza prognoza na cały rok jest o 6,6% niższa od obecnego konsensusu z uwzględnieniem bad-willu (Wynik za 4Q'18 zostanie podwyższony przez rozpoznanie zysku jednorazowego na ujemnej wartości firmy (bad-will) .
- Deutsche Bank w wyniku fuzji (+400 mln PLN). Ponadto oczekujemy kosztów jednorazowych w związku z dalszym rebrandingiem oraz integracją DB PL (+25 mln PLN w kwartale).
- Wyniki są nieporównywalne R/R i Q/Q ze względu na konsolidację Deutsche Bank Polska, która nastąpiła 9 listopada 2018 roku.

- Wynik odsetkowy w 4Q'18 wyniesie 1 535 mln PLN co oznacza wzrost o 7,9% Q/Q oraz 11,2% R/R. Po spadku marży odsetkowej o 14 p.b. Q/Q w 3Q'18 (do średnich aktywów) oczekujemy jej wzrostu do 3,42% (wzrost także bez DB PL).
- Oczekujemy płaskiego wyniku prowizyjnego w Santander Bank Polska bez DB oraz wzrostu na poziomie +10% Q/Q i R/R po integracji.
- Pozostajemy sceptyczni odnośnie kosztów operacyjnych, których wzrost szacujemy na +9,0% Q/Q i +14,5% R/R.
- Koszty operacyjne będą nadal podwyższone ze względu na rebranding oraz integrację z DB PL.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 283,5 mln PLN co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 87 p.b. (do średnich kredytów brutto).
- Oznacza to kwartalny wzrost salda rezerw o +13% Q/Q. Koszt ryzyka dla całego roku jest zgodny z prognozą Zarządu na poziomie około 80 p.b.
- Podsumowując uważamy, że wyniki powinny mieć neutralny wpływ na notowanie. Niemniej jednak na konferencji po wynikach kluczowe dla sentymentu będzie podtrzymanie deklaracji Zarządu odnośnie wypłaty zysku niepodzielonego z lat ubiegłych (1,47 mld PLN) oraz prognoza na koszty integracji na 2019 rok.

Spotkanie

Data: 30 stycznia 2019

Godzina: 11:30

Adres: Jana Pawła II 17, Warszawa

Telekonferencja:

+48 22 100 14 91 – wersja polska; PIN: 9514

+48 22 100 14 92 – wersja angielska; PIN: 7536

Santander Bank Polska: Prognoza wyników za 4Q'18

(mIn PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1379,4	1535,0	8%	11%
Wynik prowizyjny	515,4	567,4	10%	10%
WNDB	1951,8	2010,3	8%	3%
Koszty operacyjne	839,9	961,7	9%	14%
Saldo rezerw	212,9	283,5	13%	33%
Zysk netto	549,0	868,9	75%	58%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Bank Handlowy

- Bank Handlowy opublikuje wstępne wyniki 14 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 171,8 mln PLN, czyli wzrośnie o 8,4% Q/Q i 5,2% R/R.
- Nasza prognoza na 4Q'18 jest o 4,0% wyższa od implikowanego dla 4Q'18 wyniku z całorocznych prognoz rynku (źródło: Bloomberg).
- Oczekujemy, że wyniki zostaną wsparte przez wynik handlowy (+17% Q/Q oraz +13% R/R) dzięki sprzyjającej sytuacji na rynku obligacji.
- Oczekujemy wzrostu wyniku odsetkowego o 1,9% Q/Q, przy lekkiej presji na marżę na poziomie 5 p.b.
- Prognozujemy stabilizację salda rezerw na poziomie 21 mln PLN a kosztu ryzyka na poziomie 41 p.b., który głównie determinowany jest za sprawą segmentu detalicznego.
- Szacujemy koszty operacyjne w wysokości 282 mln PLN, +2% Q/Q oraz +1% R/R. Lekki kwartalny wzrost spowodowany jest przez rozwiązanie rezerwy urlopowej (6 mln PLN) w 3Q'18.
- Podsumowując uważamy, że Bank Handlowy pozytywnie zaskoczy wynikami w finalnym kwartale roku. Dużym znakiem zapytania pozostaje realizacja nowej strategii i ewentualne przyspieszenie akcji kredytowej w 2019 roku.

Handlowy: Prognoza wyników za 4Q'18

(mln PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	290,3	286,0	2%	-2%
Wynik prowizyjny	144,8	132,4	-2%	-9%
WNDB	546,9	544,1	5%	-1%
Koszty operacyjne	280,0	281,8	2%	1%
Saldo rezerw	38,4	20,6	7%	-46%
Zysk netto	163,4	171,8	8%	5%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

ING BSK

- ING BSK opublikuje wyniki 13 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie do 404,0 mln PLN, +6,6% Q/Q i 10,1%, a co za ty idzie otrze się o rekord z 2Q'16 (407 mln PLN), gdzie wynik został wsparty przez jednorazowe zyski z transakcji Visa.
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 4% niższa od implikowanego z prognoz całorocznych (źródło: Bloomberg czwartego kwartału).
- Oczekujemy lekkiego wzrostu wyniku odsetkowego w 4Q'18 (+1,8% Q/Q i 9,4% R/R) przy zachowaniu płaskiej marży odsetkowej (2,90% do średnich aktywów). Oczekujemy wzrostu wyniku prowizyjnego w 4Q'18 o 4,3% Q/Q i 9,2% R/R.
- Niemniej jednak kwartalny wzrost wynikać będzie z efektów bazowych (kosztów jednorazowych związanych z kartami jakie ING poniósł w 3Q'18).
- Oczekujemy płaskich kosztów operacyjnych w odniesieniu do 3Q'18, ale wzrostu o 9,1% R/R. W ujęciu rocznym koszty operacyjne nadal będą napędzane przez podwyżki płac.
- Prognozujemy wzrost salda rezerw w 4Q'18 o 4,0% Q/Q i +23,7% R/R. Uważamy, że koszt ryzyka w kwartale praktycznie pozostanie bez zmian (54 p.b.), zaś kroczący (4 kwartały) wzrośnie do 55 p.b. z 53 p.b. w 3Q'18.
- Uważamy, że wyniki ING powinny mieć neutralny wpływ na notowania banku. Niemniej jednak wyniki te będą dobrym prognostykiem na rok 2019 kiedy ING w sposób powtarzalny będzie w stanie pobić kwartalny rekord wyników.

ING BSK: Prognoza wyników za 4Q'18

(mln PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	895,2	978,9	2%	9%
Wynik prowizyjny	302,2	330,1	4%	9%
WNDB	1227,3	1343,5	3%	9%
Koszty operacyjne	528,5	576,4	0%	9%
Saldo rezerw	112,6	139,3	4%	24%
Zysk netto	366,8	404,0	7%	10%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Bank Millennium

- Bank Millennium zaraportuje wstępne wyniki za 4Q'18 5 lutego 2019 roku (wtorek).
- Zysk netto za 4Q'18 prognozujemy na poziomie 184,6 mln PLN, -7,8% Q/Q oraz +2,8% R/R.
- Konsensus prognoz kwartalnych wskazuje na zysk netto na poziomie 198,1 mln PLN, a nasza prognoza znajduje się 6,8% niżej.
- Wyniki powinny zawierać konsolidację SKOK Piast, którego wpływ na sprawozdanie powinien być jednak znikomy.
- Prognozujemy wynik odsetkowy w 4Q'18 na poziomie 472,1 mln PLN co oznacza wzrost o 2,0% Q/Q oraz 6,3% R/R.
- Oczekujemy stabilizacji marży odsetkowej na poziomie 2,53% (do średnich aktywów) co jest pozytywnym wynikiem po znaczącym wzroście marży w 3Q'18 (+10 p.b. Q/Q).

- Oczekujemy, że przychody poza odsetkowe spadną o 1,5% Q/Q i 3,7% R/R przy stabilnym Q/Q wyniku prowizyjnym.
- Prognozujemy koszty operacyjne na poziomie 328,0 mln PLN (+4% Q/Q oraz +8% R/R). Wzrost kosztów operacyjnych spowodowany będzie kosztami związanymi z przejściem oddziału Societe Generale w Polsce, SKOKU Piast oraz dalszą presją na płace.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 65,2 mln PLN (+12,5% Q/Q) co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 49 p.b. (do średnich kredytów brutto).
- Nasza prognoza na 4Q'18 wskazuje, że wyniki mogą lekko rozczarować rynek, który oczekiwał lepszych wyników w całym roku. Niemniej jednak oczyszczając wyniki o koszty związane z fuzją wynik Banku Millennium w 4Q'18 prezentuje się dość atrakcyjnie, szczególnie biorąc pod uwagę silną marżę odsetkową. Przypominamy, że wyniki Millennium w kolejnych kwartałach (szczególnie 1H'19) będą pod silnym wpływem kosztów integracji związanych z fuzją z polskim oddziałem Societe Generale.

Bank Millennium: Prognoza wyników za 4Q'18

(mln PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	443,9	472,1	2%	6%
Wynik prowizyjny	169,4	163,5	0%	-3%
WNDB	685,5	704,7	1%	3%
Koszty operacyjne	304,5	328,0	4%	8%
Saldo rezerw	63,0	65,2	12%	4%
Zysk netto	179,6	184,6	-8%	3%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Bank Pekao

- Bank Pekao opublikuje wyniki 26 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 672,8 mln PLN, czyli wzrośnie o 11% Q/Q, ale spadnie o 36,2% R/R.
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 1% niższa od implikowanego z prognoz całorocznych (źródło: Bloomberg) czwartego kwartału.
- Wyniki wsparte będą przez zysk jednorazowy na sprzedaży kredytów niepracujących co miało miejsce także w analogicznym kwartale poprzedniego roku.
- Oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie 3,2% Q/Q oraz +9,0% R/R, zaś marża odsetkowa pozostanie na niezmiennym poziomie 2,74% (do średnich aktywów).
- Oczekujemy płaskiego wyniku prowizyjnego w ujęciu kwartalnym.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 150,6 mln PLN, które przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 42 p.p.
- Uważamy, że Bank Pekao zaprezentuje jeden z najlepszych wyników w sektorze w 4Q'18, nawet wyłączając zyski jednorazowe. Pozytywnie oceniamy zarówno stronę przychodową jak i kosztową w kwartale i uważamy, że wyniki budować będą zaufanie do kolejnych kwartałów.

Bank Pekao: Prognoza wyników za 4Q'18

(mln PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1190,2	1298,0	3%	9%
Wynik prowizyjny	617,2	620,5	0%	1%
WNDB	2001,4	2059,0	5%	3%
Koszty operacyjne	784,1	788,2	1%	1%
Saldo rezerw	152,8	150,6	-3%	-1%
Zysk netto	1054,1	672,8	11%	-36%

Źródło: Dom Maklerski mBanku



PKO BP

- PKO BP opublikuje wyniki 4 marca.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 1 000,9 mln PLN, czyli spadek o 4% Q/Q i wzrost 22% R/R.
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 4,7% wyższa od implikowanego z prognoz całorocznych (źródło: Bloomberg) czwartego kwartału.
- Oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie o 2,6% Q/Q i 8,0% R/R do poziomu 2,43 mld PLN, zaś marża odsetkowa pozostanie praktycznie płaska na poziomie 3,14%.
- Oczekujemy 4% wzrostu pozostałych przychodów poza odsetkowymi przy czym prognozujemy płaski wynik prowizyjny.
- Oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych o 1,7%, które będą głównie napędzane przez koszty pracownicze.
- Oczekujemy salda rezerw na poziomie 389 mln PLN, co oznacza jego spadek o 13% R/R. Jednocześnie uważamy, że koszt ryzyka na poziomie 70 p.b. nie będzie znacząco odbiegał od średniej z tego roku (66 p.b.).
- Oczekujemy sezonowo wysokiej efektywnej stawki podatkowej na poziomie 23,6%.
- Uważamy, że wyniki będą pozytywnie odebrane przez rynek a w szczególności wynik odsetkowy oraz nieznaczny spadek kosztów operacyjnych w ujęciu rocznym. Wyniki za 4Q'18 są dobrym prognostykiem na rok 2019, gdzie oczekujemy wzrostu zysku netto w tempie dwucyfrowym.

PKO BP: Prognoza wyników za 4Q'18

(mln PLN)	4Q'17	4Q'18	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	2249,0	2428,7	3%	8%
Wynik prowizyjny	760,0	759,5	0%	0%
WNDB	3339,0	3545,9	3%	6%
Koszty operacyjne	1474,0	1465,6	1,7%	-1%
Saldo rezerw	448,0	389,0	19%	-13%
Zysk netto	820,0	1000,9	-4%	22%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

List of abbreviations and ratios contained in the report.

EV – net debt + market value (EV – economic value)
EBIT – Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA – EBIT + Depreciation and Amortisation
PBA – Profit on Banking Activity
P/CE – price to earnings with amortisation
MC/S – market capitalisation to sales
EBIT/EV – operating profit to economic value
P/E – (Price/Earnings) – price divided by annual net profit per share
ROE – (Return on Equity) – annual net profit divided by average equity
P/BV – (Price/Book Value) – price divided by book value per share
Net debt – credits + debt papers + interest bearing loans – cash and cash equivalents
EBITDA margin – EBITDA/Sales

OVERWEIGHT (OW) – a rating which indicates that we expect a stock to outperform the broad market
NEUTRAL (N) – a rating which indicates that we expect the stock to perform in line with the broad market
UNDERWEIGHT (UW) – a rating which indicates that we expect the stock to underperform the broad market

Recommendations of Dom Maklerski mBanku :

A recommendation is valid for a period of 6-9 months, unless a subsequent recommendation is issued within this period. Expected returns from individual recommendations are as follows:

BUY – we expect that the rate of return from an investment will be at least 15%
ACCUMULATE – we expect that the rate of return from an investment will range from 5% to 15%
HOLD – we expect that the rate of return from an investment will range from -5% to +5%
REDUCE – we expect that the rate of return from an investment will range from -5% to -15%
SELL – we expect that an investment will bear a loss greater than 15%
 Recommendations are updated at least once every nine months.

mBank S.A. with its registered office in Warsaw at Senatorska 18 renders brokerage services in the form of derived organisational unit—Brokerage Office which uses name Dom Maklerski mBanku.

The present report expresses the knowledge as well as opinions of the authors on day the report was prepared. The opinions and estimates contained herein constitute our best judgment at this date and time, and are subject to change without notice. The present report was prepared with due care and attention, observing principles of methodological correctness and objectivity, on the basis of sources available to the public, which Dom Maklerski mBanku considers reliable, including information published by issuers, shares of which are subject to recommendations. However, Dom Maklerski mBanku, in no case, guarantees the accuracy and completeness of the report, in particular should sources on the basis of which the report was prepared prove to be inaccurate, incomplete or not fully consistent with the facts.

This document does not constitute an offer or invitation to subscribe for or purchase any financial instruments and neither this document nor anything contained herein shall form the basis of any contract or commitment whatsoever. It is being furnished to you solely for your information and may not be reproduced or redistributed to any other person. This document nor any copy hereof is not to be distributed directly or indirectly in the United States, Australia, Canada or Japan.

Recommendations are based on essential data from the entire history of a company being the subject of a recommendation, with particular emphasis on the period since the previous recommendation.

Investing in shares is connected with a number of risks including, but not limited to, the macroeconomic situation of the country, changes in legal regulations as well as changes on commodity markets. Full elimination of these risks is virtually impossible.

mBank S.A. bears no responsibility for investment decisions taken on the basis of the present report or for any damages incurred as a result of investment decisions taken on the basis of the present report.

It is possible that mBank S.A. in its brokerage activity renders, will render or in the past has rendered services for companies and other entities mentioned in the present report.

mBank S.A. does not rule out offering brokerage services to an issuer of securities being the subject of a recommendation. Information about any conflicts of interest that may arise in connection with the issuance of recommendations (should such a conflict exist) is provided below, and it is valid as of the date of the most recent *Monthly Report* published by Dom Maklerski mBanku or as of the date of the most recent recommendation issued for an Issuer, as applicable.

This document was not transferred to the issuers prior to its publication.

mBank S.A. may have received compensation from the following companies in the last 12 months: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (a unit of Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ 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, Rubicon Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Femug, 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, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

In the last 12 months mBank S.A. has been an offering agent/co-manager of the issuer's shares in a public offering for the following companies: Cognor Holding.

In the last 12 months mBank S.A. has been book runner or co-book runners for Cognor Holding, PBKM.

Asseco Poland provides IT services to mBank S.A.

mBank S.A. has a cash service agreement in place with Pekao and a phone subscription agreement in place with Orange Polska S.A.

mBank S.A., its shareholders and employees may hold long or short positions in the issuers' shares or other financial instruments related to the issuers' shares. mBank, its affiliates and/or clients may conduct or may have conducted transactions for their own account or for account of another with respect to the financial instruments mentioned in this report or related investments before the recipient has received this report.

Copying or publishing the present report, in full or in part, or disseminating in any way information contained in the present report requires the prior written agreement of mBank S.A. Recommendations are addressed to all Clients of Dom Maklerski mBanku.

Recommendations are addressed to all Clients of Dom Maklerski mBanku.

All investment recommendations and strategies issued by mBank S.A. over the last 12 months are available at:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/market_and_analysis/analysis_and_recommendations/fundamental_analysis/recommendations?recent_filter_active=true&lang=en

The activity of mBank S.A. is subject to the supervision of the Polish Financial Supervision Commission.

Individuals who did not participate in the preparation of recommendations, but had or could have had access to recommendations prior to their publication, are employees of Dom Maklerski mBanku authorised to access the premises in which recommendations are prepared and/or individuals having to access to recommendations based on their corporate roles, other than the analysts mentioned as the authors of the present recommendations.

This publication constitutes investment research within the meaning of Art. 36.1 of Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565.

The compensation of the research analysts responsible for preparing investment research is determined independently of and without regard to the compensation of or revenue generated by any other employee of the Bank, including but not limited to any employee whose business interests may reasonably be considered to conflict with the interests of the persons to whom the investment research prepared by the Research Department of Dom Maklerski mBanku is disseminated. With that being said, since one of the factors taken into consideration when determining the compensation of research analysts is the degree of fulfillment of annual financial targets by customer service functions, there is a risk that the adequacy of compensation offered to persons preparing investment research will be questioned by a competent oversight body.

For U.S. persons only: This research report is a product of mBank SA which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. This report is intended for distribution by mBank SA only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a 6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, mBank SA has entered into an agreement with a U.S. registered broker-dealer, Cabrera Capital Markets. ("Cabrera"). Transactions in securities discussed in this research report should be effected through Cabrera or another U.S. registered broker dealer.

Strong and weak points of valuation methods used in recommendations:

DCF – acknowledged as the most methodologically correct method of valuation; it consists in discounting financial flows generated by a company; its weak point is the significant susceptibility to a change of forecast assumptions in the model.

Relative – based on a comparison of valuation multipliers of companies from a given sector; simple in construction, reflects the current state of the market better than DCF; weak points include substantial variability (fluctuations together with market indices) as well as difficulty in the selection of the group of comparable companies.

Economic profits – discounting of future economic profits; the weak point is high sensitivity to changes in the assumptions made in the valuation model.

Discounted Dividends (DDM) – discounting of future dividends; the weak point is high sensitivity to changes in the assumptions as to future dividends made in the valuation model.

NAV - valuation based on equity value, one of the most frequently used method in case of developing companies; the weak point of the method is that it does not factor in future changes in revenue/profits of a company.

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 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

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