

czwartek, 23 maja 2019 | opracowanie cykliczne

## Banki: Podsumowanie wyników w 1Q'19

### Polska, Banki

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

**Pomimo spadku zysk netto o 41% Q/Q oraz 19% R/R, wyniki za 1Q'19 oceniamy pozytywnie. Wynik netto za 1Q'19 znalazł się 3% powyżej konsensusu głównie dzięki nieznacznie niższym niż oczekiwano kosztom operacyjnym oraz saldzie rezerw. Znaczący spadek wyników spowodowany został głównie przez składkę BFG na restrukturyzację, która w 2019 roku wzrosła dwukrotnie do 2 mld PLN. Niemniej jednak, oczyszczając wyniki o wszystkie zdarzenia jednorazowe wynik netto wzrósł aż o 14% R/R. Jednocześnie zaznaczamy, że wynik sektora nie jest jednoznacznie pozytywny. W 1Q'19 jedynie 57% banków zaraportowało wynik wyższy od konsensusu, co wskazuje na polaryzację wyników sektora. Szczególnie negatywny wpływ podwyżki BFG widoczny był w Pekao oraz w Aliorze, gdzie wzrost składki był wyższy od średniej. Z drugiej strony, pozytywnie odczytujemy wyniki w PKO BP oraz ING, gdzie istnieje realna szansa na podwyżki konsensusu. Analizując oczyszczony wynik w 1Q'19, perspektywa na kolejne kwartały zapowiada się bardzo dobrze, szczególnie biorąc pod uwagę przyspieszenie sprzedaży kredytów detalicznych R/R, spadek kosztu ryzyka na skutek lepszych od pierwotnie oczekiwanych odczytów makro, zysków jednorazowych z transakcji BLIK oraz wyhamowania dynamiki kosztów osobowych i rzeczowych. Zagrożeniem dla wyniku roku mogą być dodatkowe jednorazowe koszty związane z funduszem restrukturyzacji BFG. Na chwilę obecną uważamy, że konsensus zysku netto na cały 2019 rok (+7% R/R) jest nadal w zasięgu sektora.**

### Fantastyczna sprzedaż kredytów konsumenckich

Zysk netto spadł w 1Q'19 o 41,2% Q/Q i 10,4% R/R, przy czym oczyszczony o zdarzenia jednorazowe pozostał płaski Q/Q i wzrósł o 14,1% R/R. Uważamy, że najważniejszym punktem wyników są koszty BFG, a także efekt kalendarzowy powodujący presję na marżę odsetkową (-9 p.b Q/Q i -4 p.b. R/R). Na specjalną uwagę zasługuje dynamika sprzedaży kredytów konsumenckich, którą w 1Q'19 szacujemy na +20,9% R/R (!) pomimo sezonowo najgorszego i najkrótszego kwartału. Z drugiej strony, szacujemy że spowolniła sprzedaż hipotek, która ma znacznie mniejszy wpływ na dochodowość banków. Kwartalny spadek salda rezerw (-15,6%) jest spójny z dotychczasową sezonowością na tej linii, co znalazło odzwierciedlenie w spadku kosztu ryzyka do poziomu 63 p.b. (-14 p.b Q/Q). Bez oczyszczenia wyniki stanowią 16% konsensusu rocznego, ale po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych 24,7% co jest dobrym prognostykiem zrealizowania rocznych założeń rynku.

### Kompozycja konsensusu do poprawy

Zdecydowanie najlepsze wyniki pokazał bank PKO BP, zaś w dalszej kolejności Millennium i ING BSK. Uważamy, że w przypadku tych banków istnieje realna szansa na podwyżki konsensusu, chociaż w ograniczonym zakresie. Z drugiej strony, poziom wyników 1Q'19 w Handlowym, Pekao oraz Santanderze wskazuje na możliwe obniżki prognoz rynku. Należy jednak zaznaczyć, że sumarycznie konsensus całoroczny na 2019 powinien być w zasięgu sektora.

### Widmo Idea Banku wisi nad sektorem

Zła sytuacja kapitałowa Idea Banku ciąży całemu sektorowi, a finał sagi przewidujemy na czerwiec, kiedy okaże się, czy sektor będzie musiał dodatkowo wesprzeć bank czy nie (więcej w naszym komentarzu: <https://tinyurl.com/y6b3eysa>). Pomijając kwestię Idee wyniki sektora powinny pokazać znaczące odbicie już w 2Q'19 co z kolei wesprze sentyment. Uważamy, że pozytywnie zaskoczy marża wspierana przez bardzo dobrą sprzedaż kredytów gotówkowych w 1Q oraz transakcje jednorazowe takie jak BLIK. Z drugiej strony, jesteśmy zaniepokojeni sytuacją ZM Henryk Kania, a co za tym idzie ewentualnymi odpisami. Kania otrzymała od banków (ALR, BHW i SPL) łączne finansowanie w wysokości 242 mln PLN.

### Podsumowanie wyników kwartalnych dla sektora

(mln PLN)	1Q'18	4Q'18	1Q'19	R/R	Q/Q	konsensus
Wynik odsetkowy	7 950,0	8 799,4	8 869,9	11,6%	0,8%	8 861,7
Wynik prowizyjny	2 918,1	2 867,8	2 892,9	-0,9%	0,9%	2 849,3
Koszty operacyjne	5 882,3	5 289,8	6 790,1	15,4%	28,4%	6 846,0
Saldo rezerw	1 173,0	1 587,8	1 339,6	14,2%	-15,6%	1 372,1
Zysk netto	2 781,9	3 855,4	2 267,4	-18,5%	-41,2%	2 201,7
NIM (%)	2,94	3,00	2,90	-0,04	-0,09	
CoR (%)	0,61	0,77	0,63	+0,02	-0,14	
ROE (%)	8,62	11,48	6,56	-2,06	-4,92	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, PAP

### Zmiana kursu YTD

Banki	YTD
Getin Holding	+59,7%
Getin Noble Bank	+37,6%
Erste Bank	+12,0%
Santander	+8,3%
Santander PL	+6,6%
OTP Bank	+5,7%
ING BSK	+5,7%
Millennium	+4,3%
Alior Bank	+1,7%
Moneta Bank	+1,7%
Komercni Banka	+0,2%
Idea Bank	+0,0%
Raiffeisen	-1,7%
PKO BP	-4,1%
mBank	-4,3%
BRD	-4,4%
Pekao	-5,0%
Unicredit	-10,1%
BOŚ	-14,4%
Handlowy	-20,4%
WIG-Banki	-1,4%
MSCI EM Europe	+8,6%
WIG	-0,7%

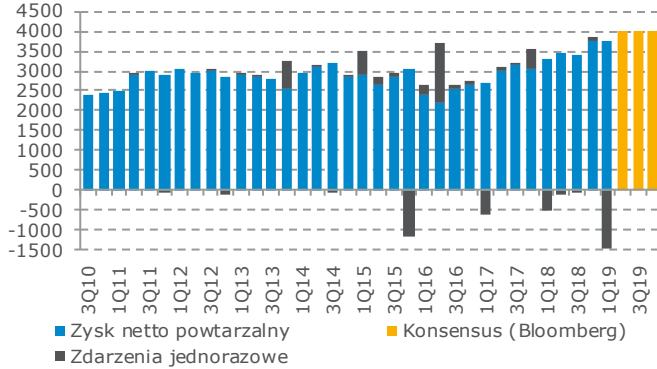
### Wykonanie prognoz YTD

Banki	YTD
PKO BP	+21%
Pekao	+10%
Santander	+16%
ING BSK	+22%
Millennium	+21%
Handlowy	+9%
Alior Bank	+14%
Rynek	+18%

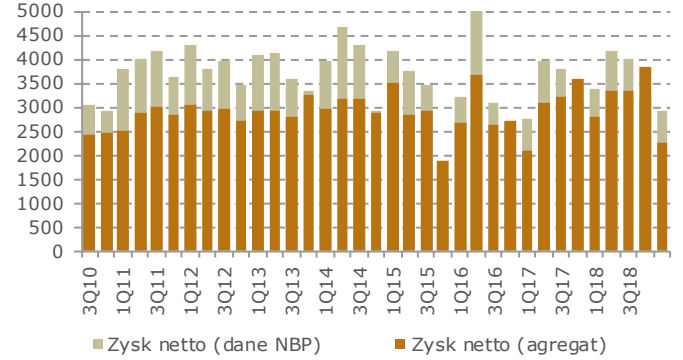


**Zysk netto (mln PLN)**

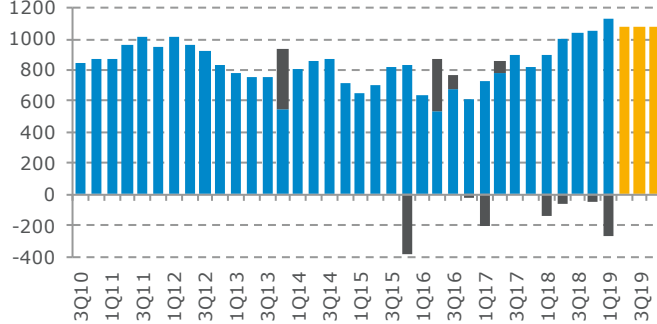
**Rynek (dane zagregowane)**



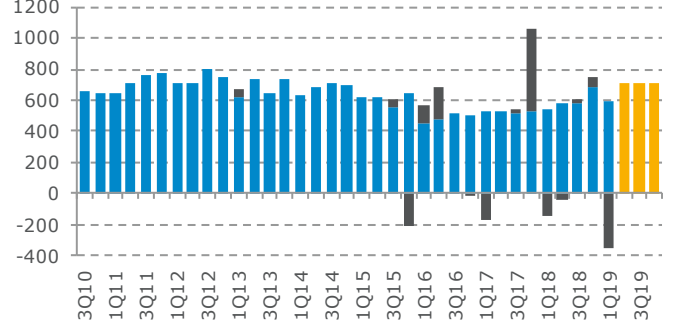
**Rynek (dane zagregowane na tle danych NBP)**



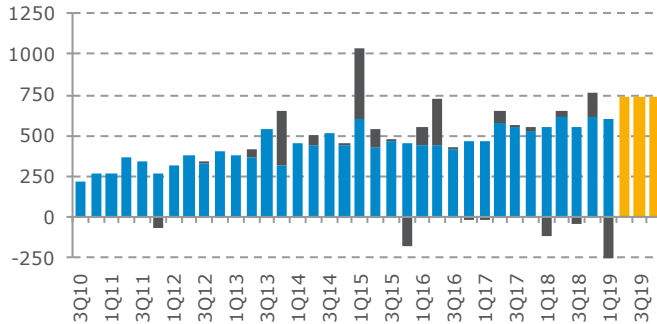
**PKO BP**



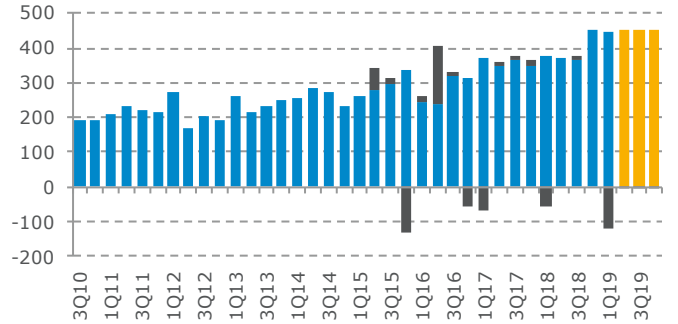
**Pekao**



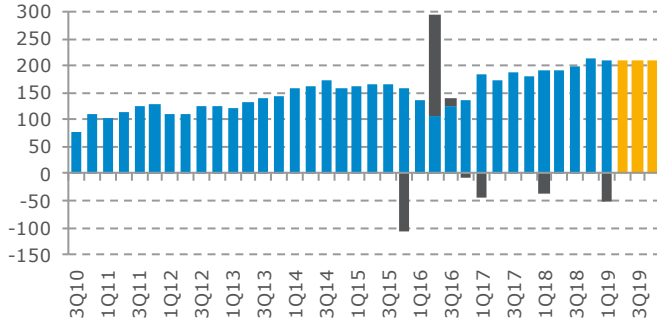
**Santander**



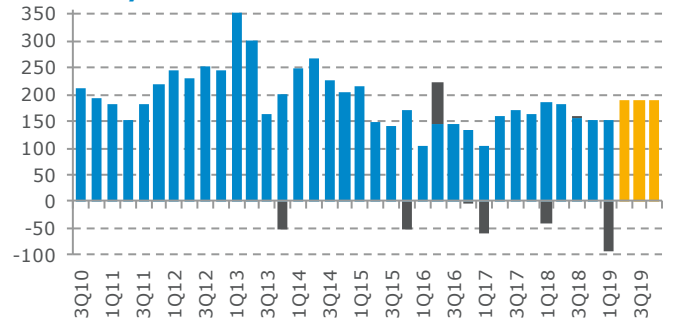
**ING BSK**



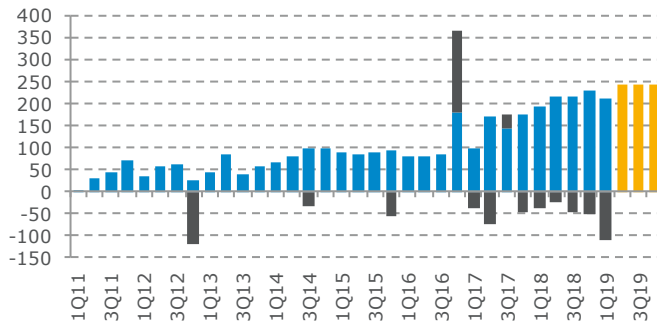
**Millennium**



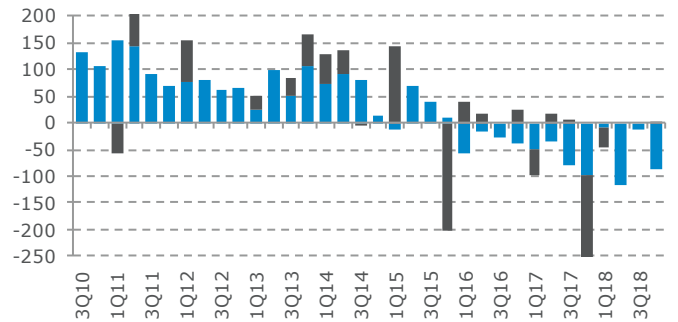
**Handlowy**



**Alior Bank**

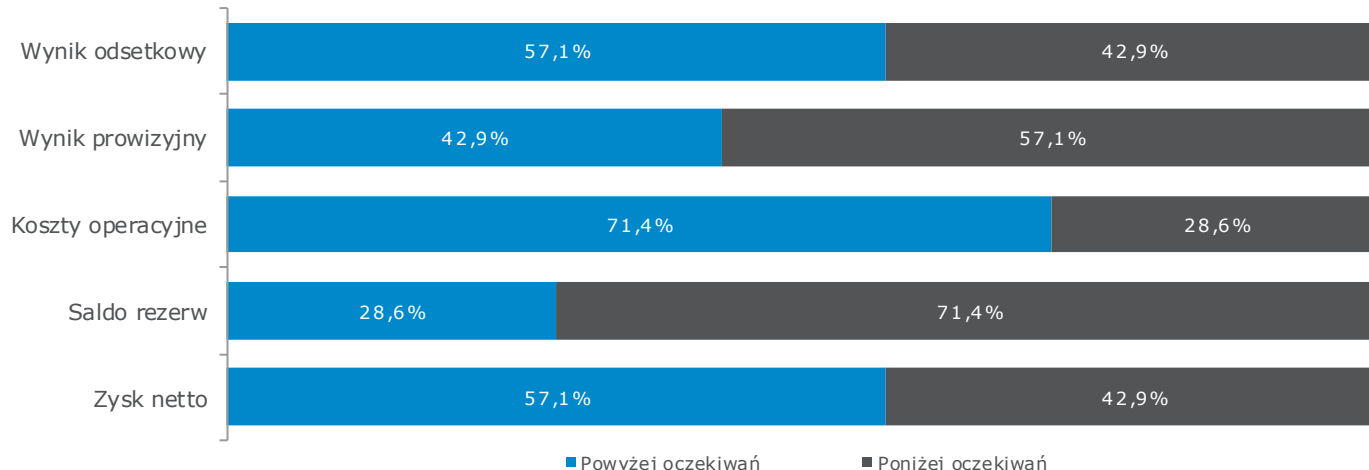


**Getin Noble Bank**

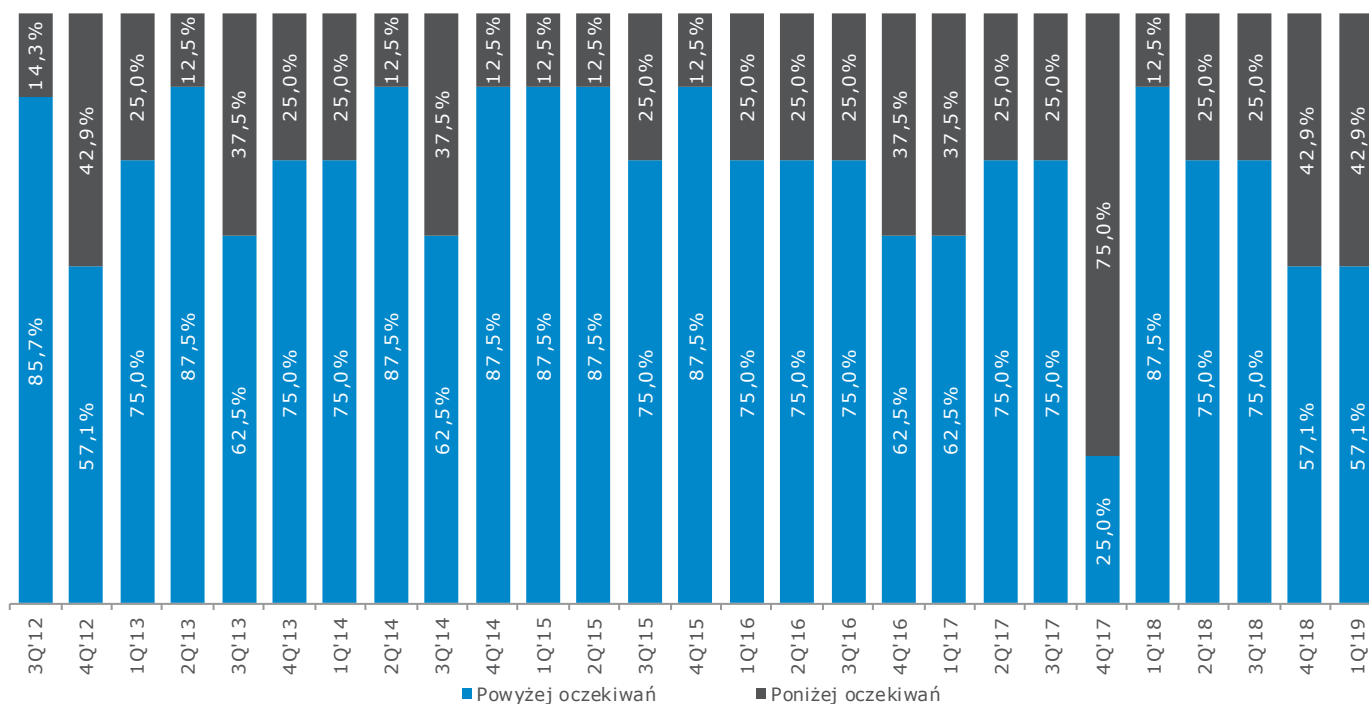


Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Statystyka wyników vs. oczekiwania w 1Q'19



### Zysk netto wobec oczekiwań rynkowych



### Zysk/strata netto dla poszczególnych banków wobec oczekiwań rynkowych

	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	4Q'18	1Q'19
PKO	4%	-1%	7%	7%	20%	3%	1%	5%	-3%	3%	3%	4%	-1%	8%	1%	1%	1%	4%
PEO	1%	4%	3%	4%	15%	7%	12%	8%	3%	7%	2%	2%	9%	0%	1%	4%	14%	-3%
SPL	4%	10%	6%	4%	9%	8%	10%	0%	8%	2%	13%	0%	0%	2%	7%	2%	-18%	2%
ING	7%	11%	20%	6%	12%	8%	8%	17%	-6%	4%	-2%	1%	0%	2%	-4%	0%	10%	8%
MIL	6%	10%	11%	1%	-11%	3%	-8%	2%	4%	17%	2%	3%	0%	4%	3%	0%	7%	7%
BHW	5%	6%	-2%	-3%	9%	-1%	11%	-3%	2%	-30%	5%	8%	0%	25%	4%	-3%	-6%	-7%
ALR	10%	13%	2%	2%	5%	6%	1%	4%	3,6x	-20%	6%	16%	-7%	-5%	3%	1%	-1%	0%
GNB	-81%	11%	19%	-1%	21%	-4,8x	-91%	1,2x	-4,1x	29%	-62%	-5%	3,1x	-22%	-95%	25%	n.a.	n.a.

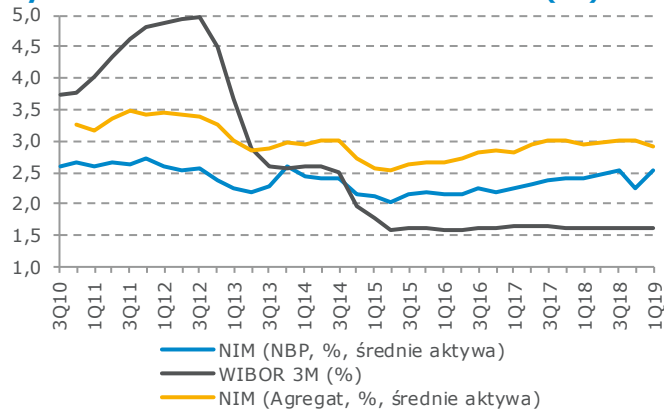
Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Wynik odsetkowy

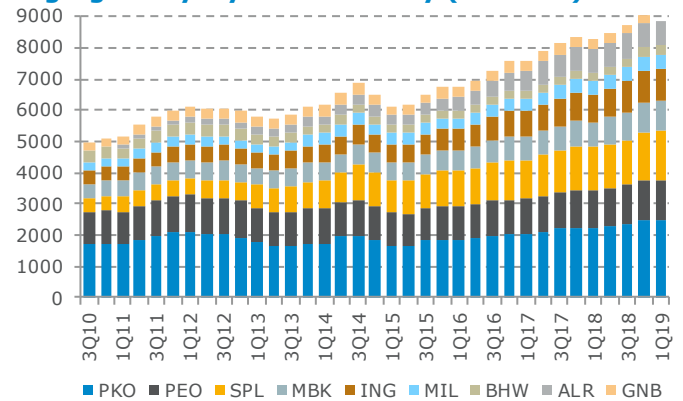
Zagregowany wynik odsetkowy analizowanych przez nas polskich banków wzrósł o 0,8% Q/Q oraz 11,6% R/R i był zgodny z oczekiwaniami rynkowymi (+0,1%), przez co oceniamy go pozytywnie. Marża odsetkowa analizowanych przez nas banków spadła do 2,94%, co było bezpośrednio związane z efektem sezonowym (pierwszy kwartał jest najkrótszy). Wszystkie analizowane banki zanotowały spadek NIM w 1Q'19, z czego największe spadki dotyczyły PKO, MIL, BHW i ALR. Przychody odsetkowe wyhamowały do +1,3% Q/Q, zaś koszty odsetkowe wzrosły o 3,4%. Spodziewamy się, że w 2Q'19 NIM ulegnie poprawie, dzięki efektowi kalendarzowemu oraz wysokiej sprzedaży kredytów detalicznych.

Jeżeli chodzi o poszczególne banki to 57,1% analizowanych instytucji pobiło konsensus, z zaznaczeniem, że zaskoczenia były raczej niewielkie. Analizowane przez nas banki zanotowały wzrost depozytów detalicznych o 2,6% Q/Q i 16,4% R/R, a ich udział wzrósł do 64,6% (+1,5 p.p.). Jednocześnie struktura kredytów pozostała niezmienną, zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym. W kontekście spadku marży odsetkowej Q/Q najgorzej wypadły PKO (-13 p.b), MIL (-15 p.b), BHW (-12 p.b), ALR (-10 p.b), z zaznaczeniem, że w przypadku BHW dwóch klientów korporacyjnych skorzystało z linii kredytowych na preferencyjnych warunkach, czego negatywny wpływ na NIM mógł wynieść nawet 10 p.b.

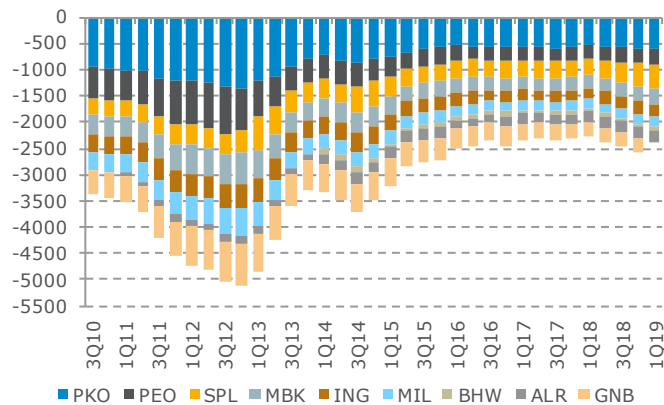
Rynek: Marża odsetkowa vs WIBOR 3M (%)



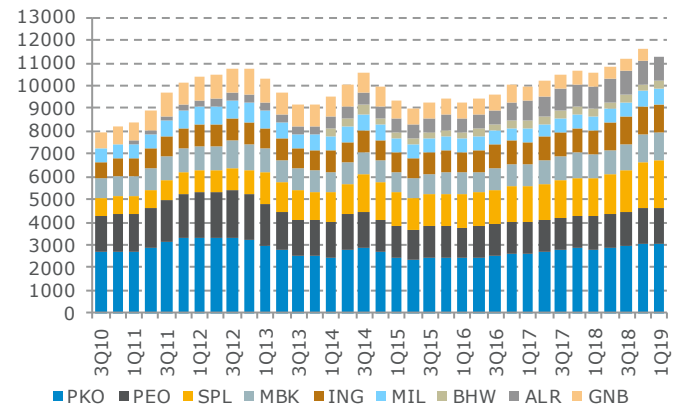
Zagregowany wynik odsetkowy (mln PLN)



Ewolucja kosztów odsetkowych (mln PLN)



Ewolucja przychodów odsetkowych (mln PLN)



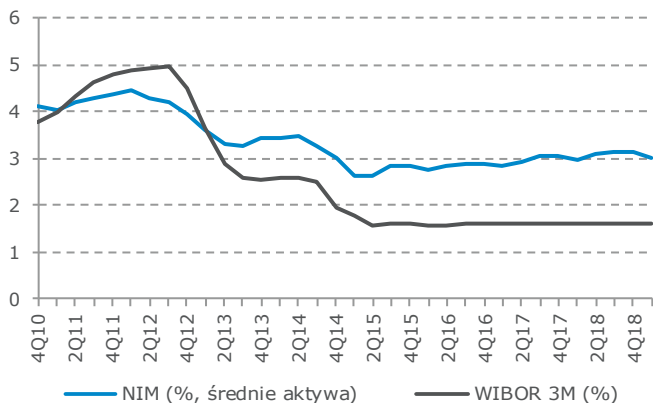
Kwartałna zmiana marży odsetkowej (do średnich aktywów)

	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	4Q'18	1Q'19
PKO	-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	-0,08	0,10	0,04	0,02	-0,13
PEO	-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	0,02	-0,08
SPL	-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	-0,09	-0,09
ING	-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	-0,10	0,06	0,05	-0,02	-0,07
MIL	-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	0,12	-0,01	-0,15
BHW	-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	-0,15	-0,12
ALR	-0,23	-0,13	-0,05	-0,03	-0,07	-0,07	-0,03	0,20	0,26	-0,08	0,37	-0,14	-0,18	-0,20	0,11	0,08	0,03	-0,10
GNB	-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	-0,39	n.a.
NBP*	-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	0,00	0,00

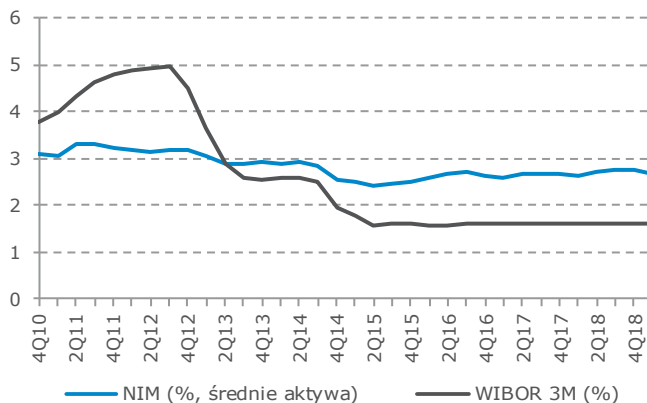
Źródło: Dom Maklerski mBanku; \*stopa referencyjna NBP

**NIM vs. WIBOR 3M**

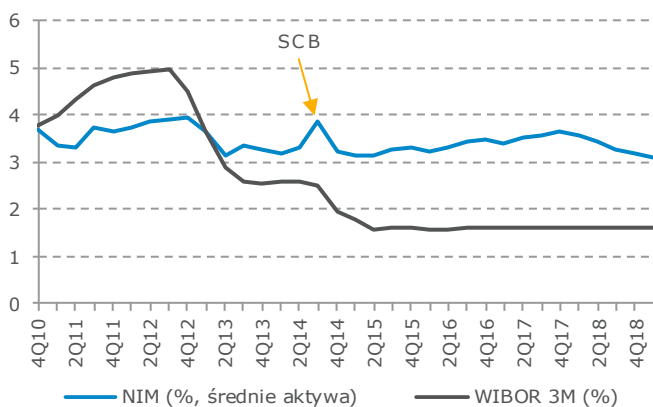
**PKO BP**



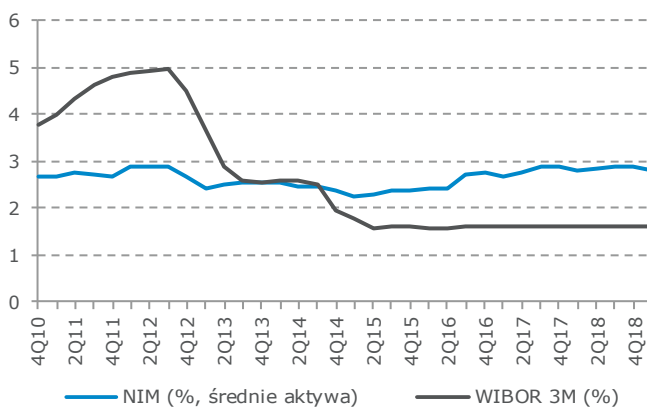
**Pekao**



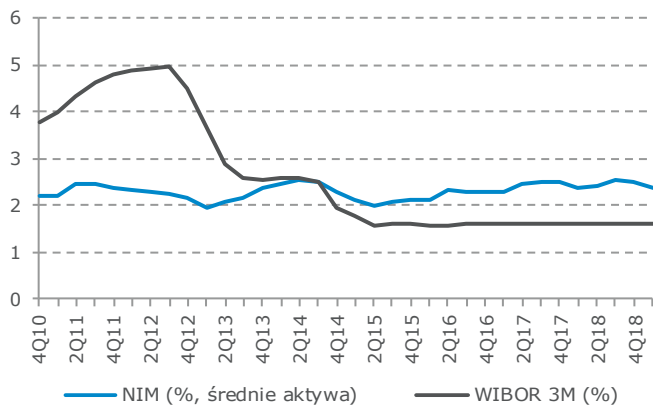
**Santander**



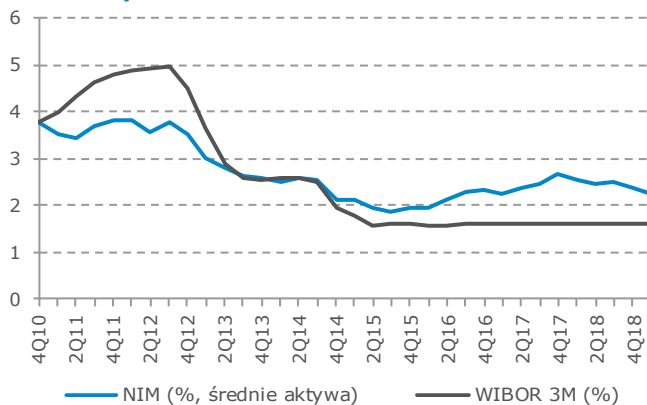
**ING BSK**



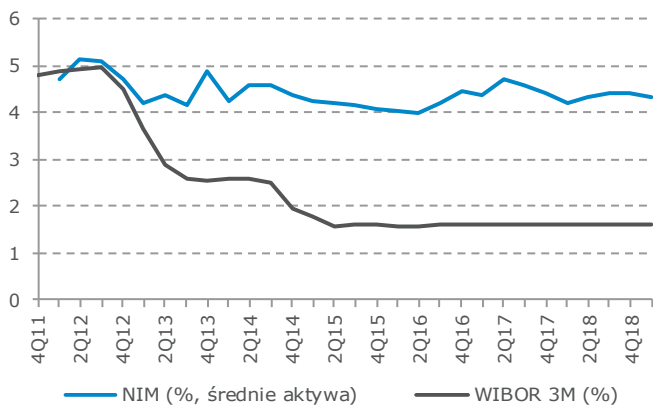
**Millennium**



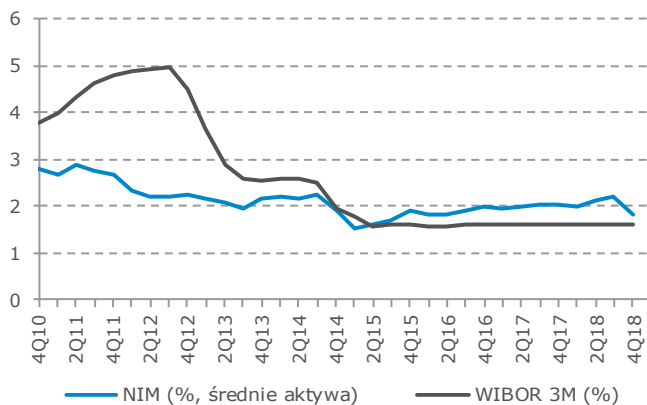
**Handlowy**



**Alior Bank**



**Getin Noble Bank**



Źródło: Dom Maklerski mBanku

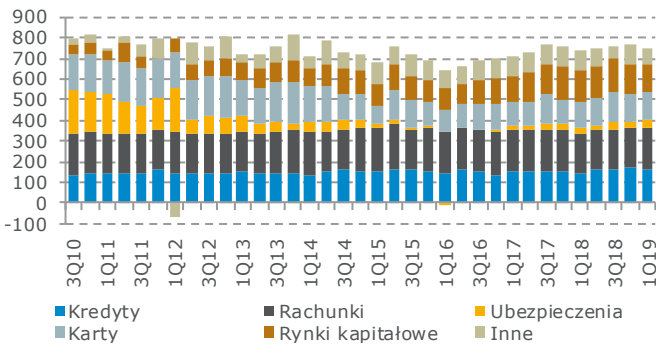
### Prowizje i opłaty

Wynik prowizyjny zanotował wzrost 0,9% Q/Q i analogiczny spadek R/R. W 1Q'19 42,9% analizowanych banków pobiło oczekiwania rynkowe, ale z wyjątkiem ALR nie były to duże zaskoczenia. W przypadku ALR pobicie wynikało z przeksięgowania części wyniku handlowego na wynik prowizyjny, przez co porównanie do konsensusu na tych dwóch liniach mało wnosi, co więcej nie uwzględniając przeksięgowania wynik prowizyjny zanotowałby zauważalny spadek Q/Q i R/R w całym sektorze. W ujęciu rocznym wynik prowizyjny banków wspierany był przez prowizje z kart (+6% R/R), kredytów (+9% R/R) oraz ubezpieczeń (+14% R/R).

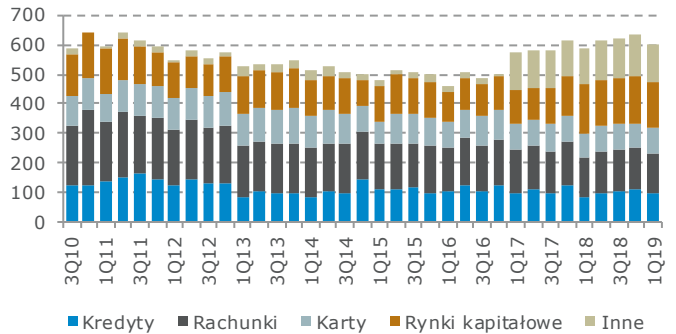
Kolejny kwartał spadały prowizje z rynków kapitałowych (-16% R/R) i w najbliższym czasie nie należy spodziewać się poprawy w tym obszarze. Wzrost wyniku prowizyjnego w dalszej części roku będzie powiązany ze wzrostem wolumenów transakcyjnych.

Największe pozytywne zaskoczenie zanotował Bank Millennium, zaś negatywne Santander. Z drugiej strony, najwyższa kwartalna pozytywna dynamika miała miejsce w Santander (+5% Q/Q, normalizacja kart), zaś negatywna w Pekao (-5% Q/Q, spadek prowizji z kredytów).

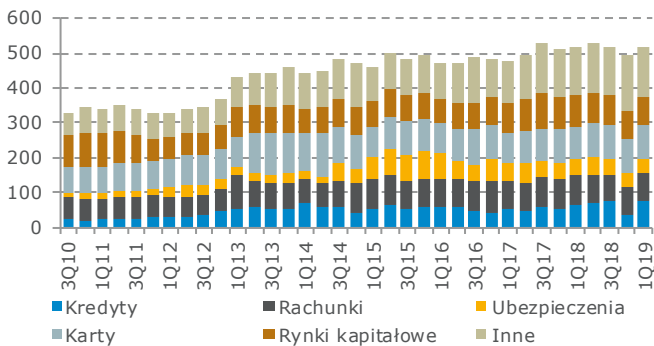
#### PKO BP



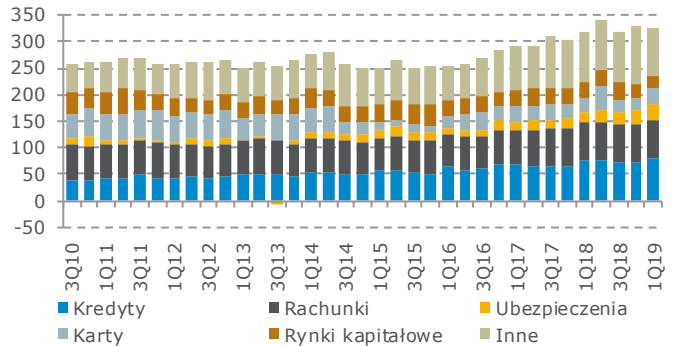
#### Pekao



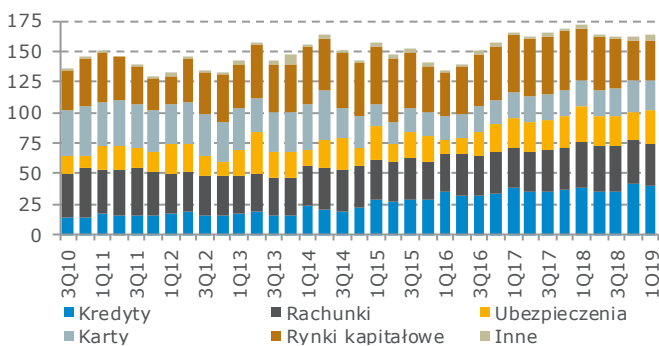
#### Santander



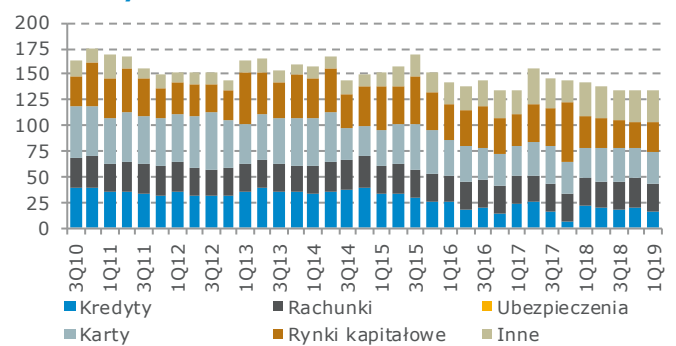
#### ING BSK



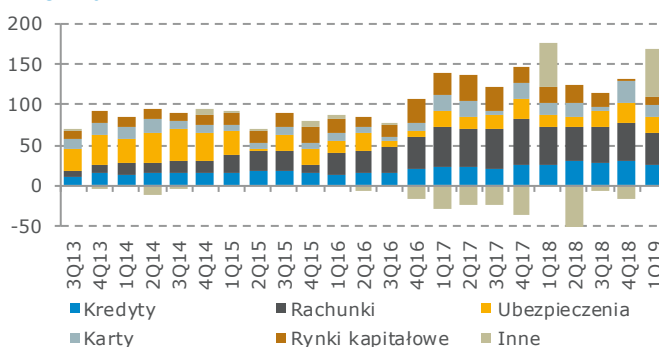
#### Millennium



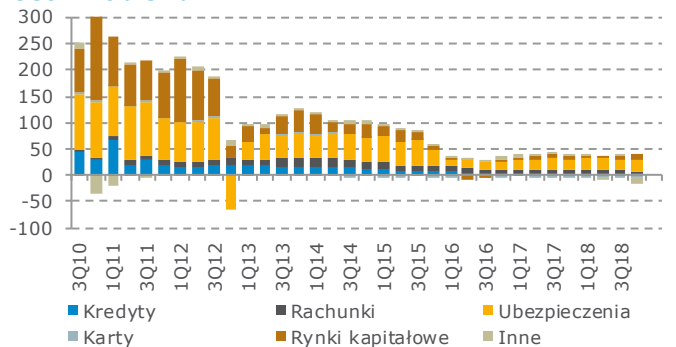
#### Handlowy



#### Alior Bank



#### Getin Noble Bank



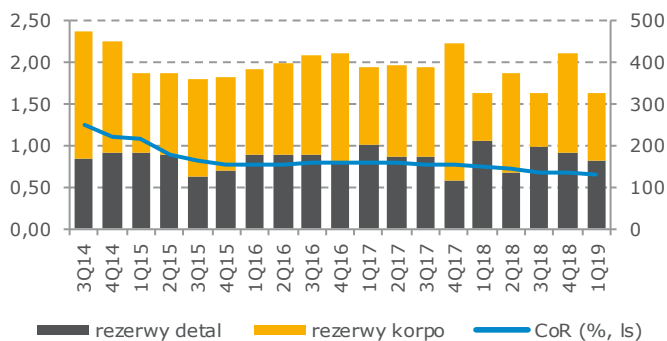
Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Koszt ryzyka

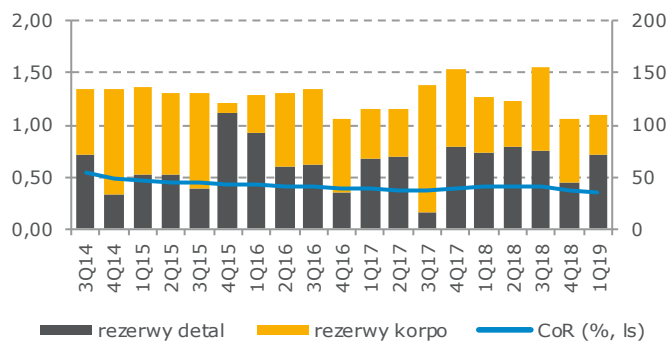
Wśród analizowanych banków łączne saldo rezerw spadło o 15,6% Q/Q i wzrosło 14,2% R/R. W 71,4% przypadków koszty ryzyka okazały się niższe od oczekiwanych. Ostatecznie koszty ryzyka w korporacjach spadły do 56 p.b., zaś w detalu do 68 p.b. Biorąc pod uwagę podwyżki prognoz dynamiki PKB przez poszczególne banki uważamy, że w dalszej części roku koszty ryzyka mogą nieznacznie spadać lub pozostać płaskie, jednakże jednorazowe zdarzenia w części korporacyjnej mogą zaburzyć ten obraz w niektórych bankach np. BHW, ALR.

Dla agregatu analizowanych przez nas banków saldo rezerw okazało się być 2,4% poniżej konsensusu. Najbardziej pozytywnie zaskoczyły PKO i PEO odpowiednio 7% i 17,5% poniżej oczekiwań rynkowych. Najgorzej pod tym względem wypadł BHW w przypadku którego saldo rezerw pobiło konsensus o 45% i wzrosło 140% Q/Q. Zarząd stwierdził, że był to efekt normalizacji kosztów ryzyka po nadzwyczajnym dobrym 4Q'18.

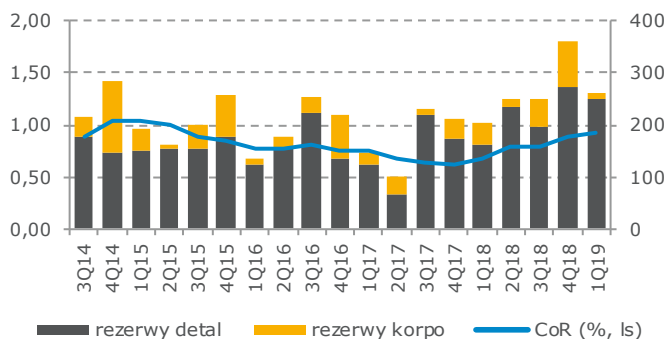
### PKO BP



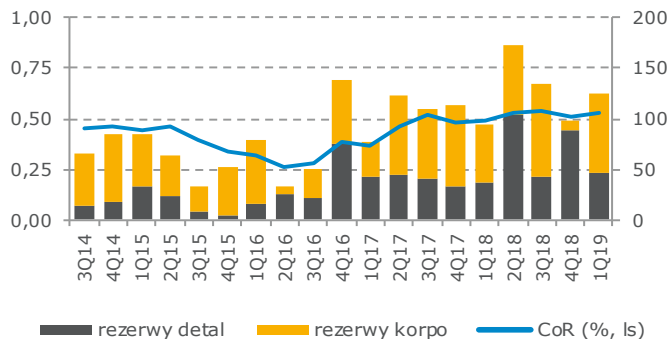
### Pekao



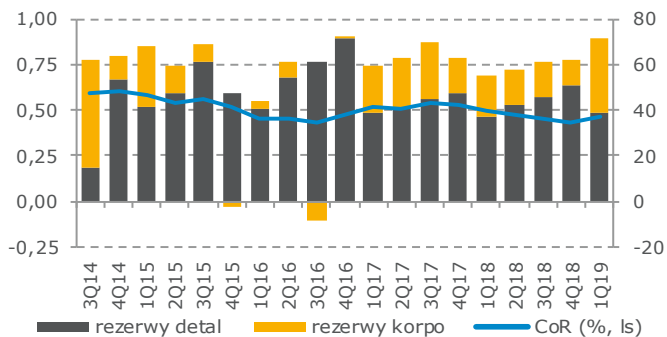
### Santander



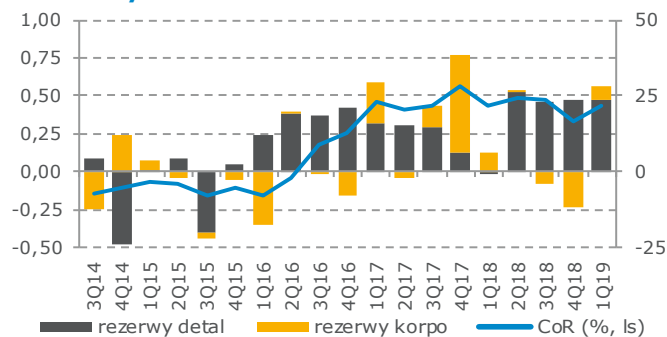
### ING BSK



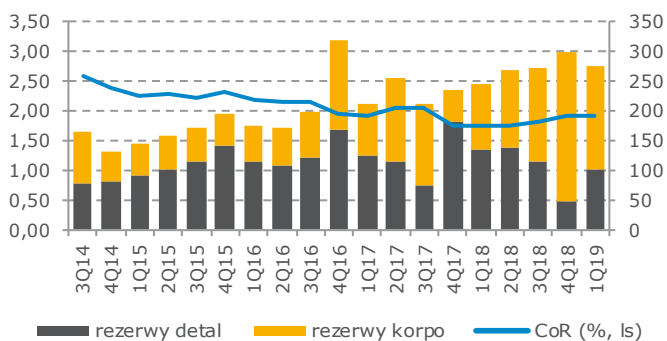
### Millennium



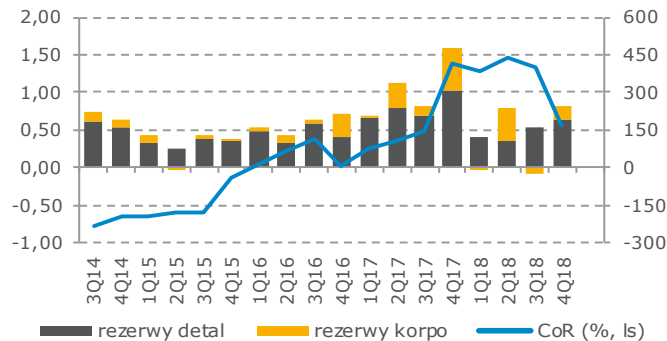
### Handlowy



### Alior Bank



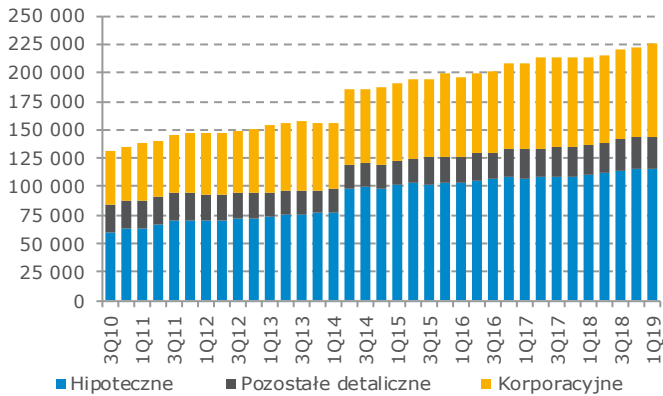
### Getin Noble Bank



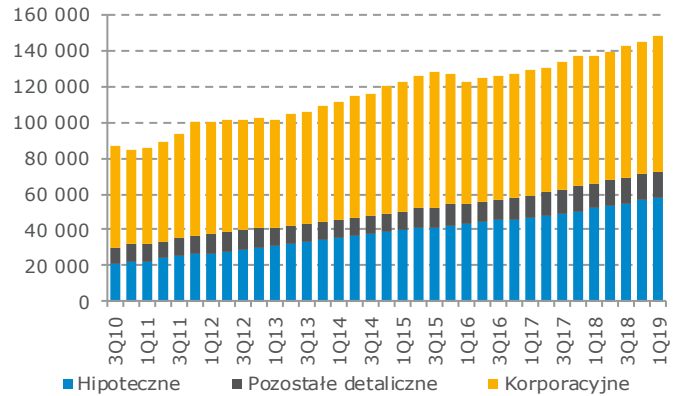
Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Wzrost kredytów (mln PLN)**

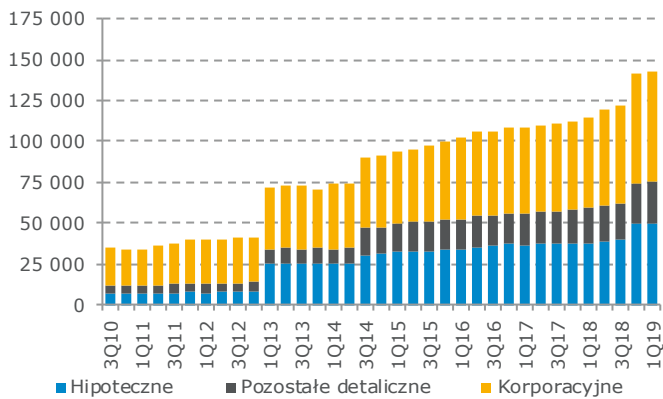
**PKO BP**



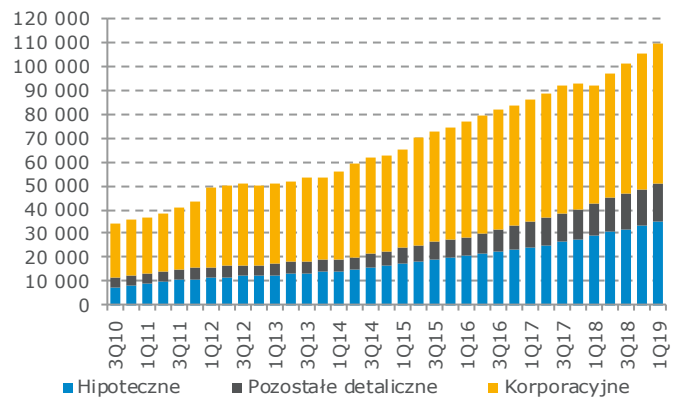
**Pekao**



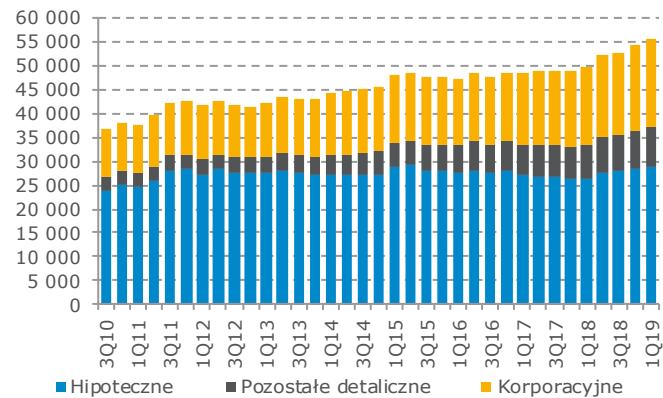
**Santander**



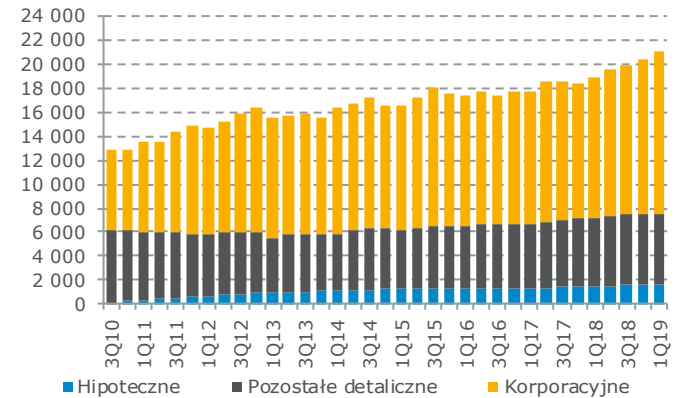
**ING BSK**



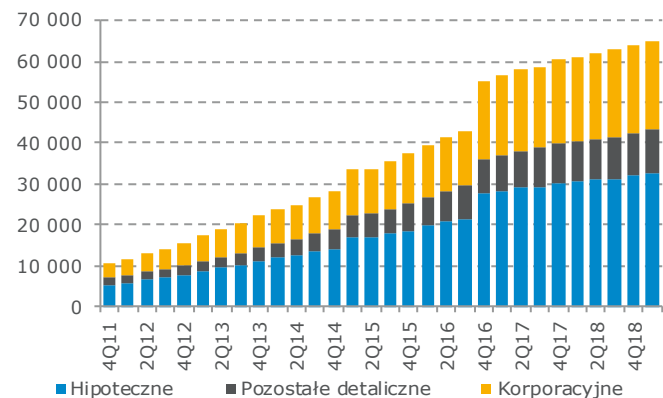
**Millennium**



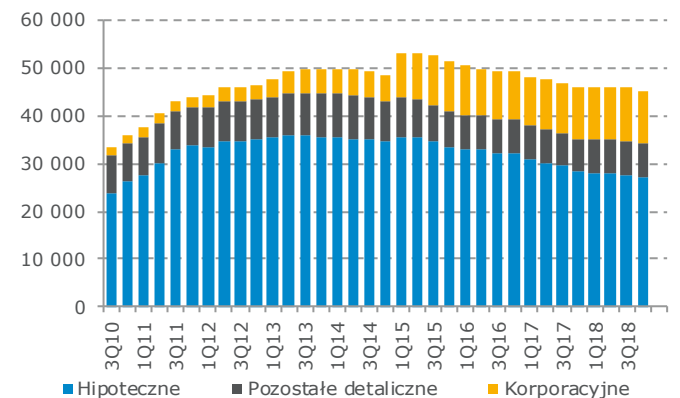
**Handlowy**



**Alior Bank**



**Getin Noble Bank**

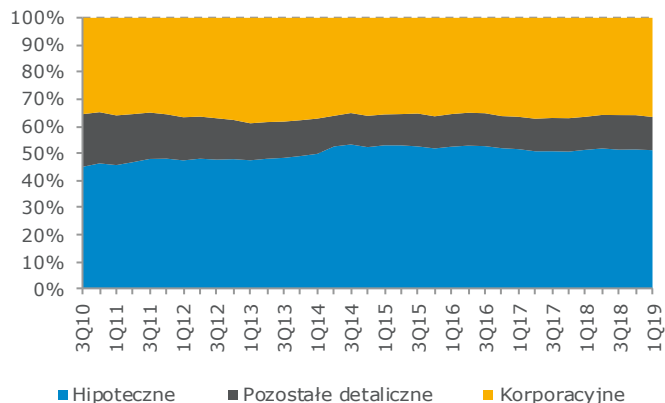


Źródło: Dom Maklerski mBanku

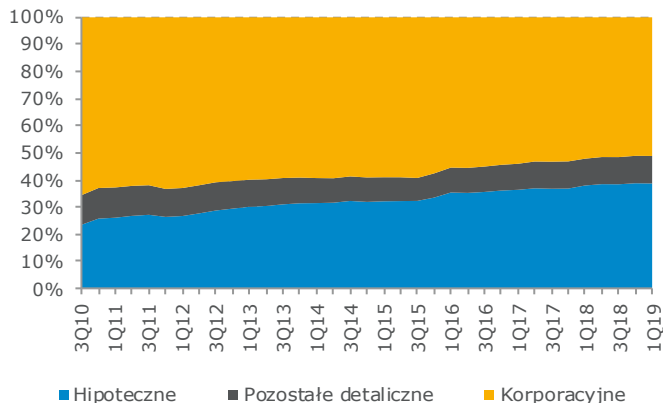


**Struktura kredytów**

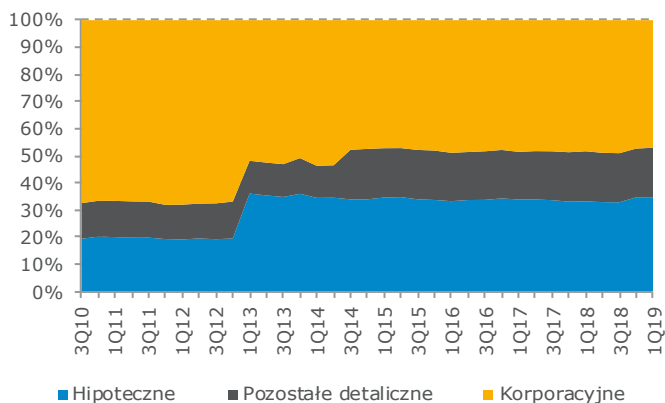
**PKO BP**



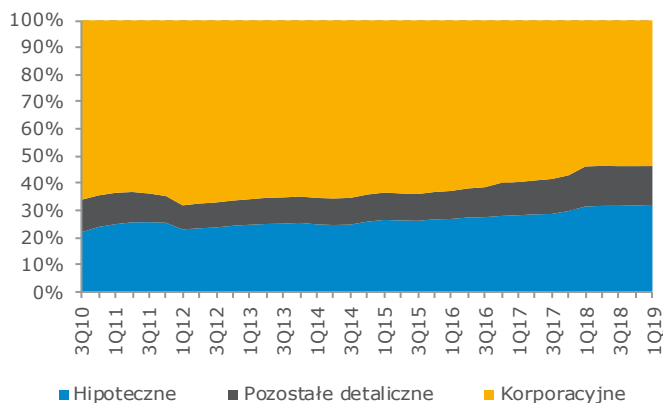
**Pekao**



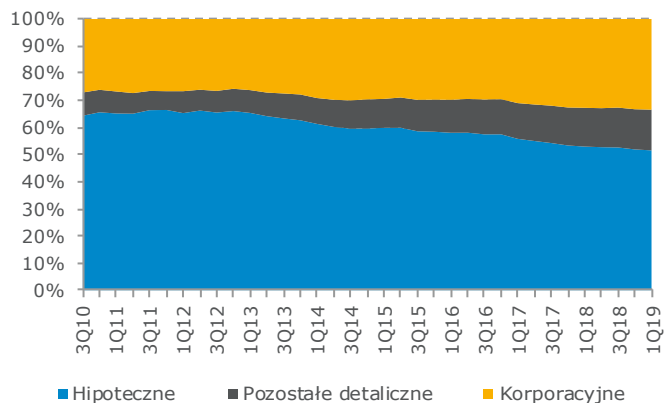
**Santander**



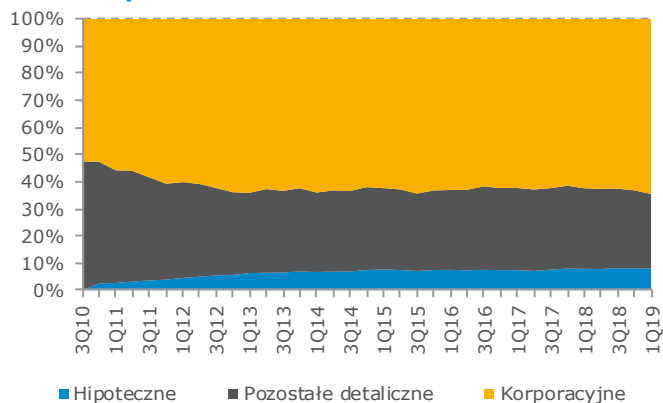
**ING BSK**



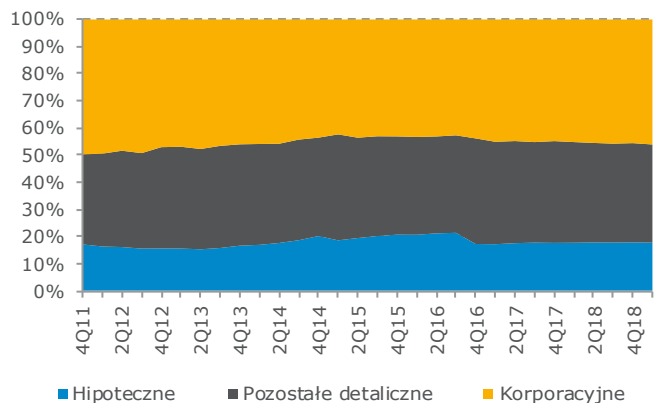
**Millennium**



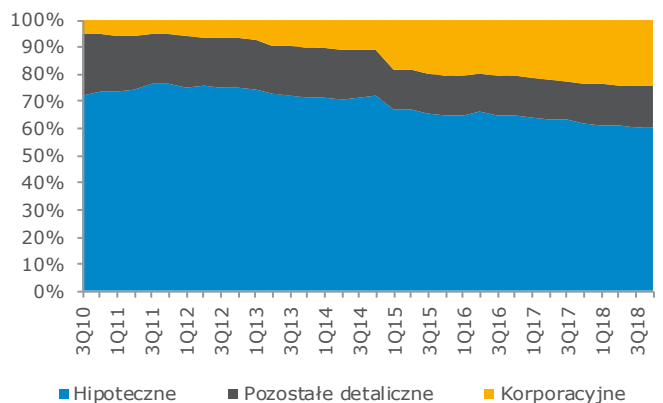
**Handlowy**



**Alior Bank**



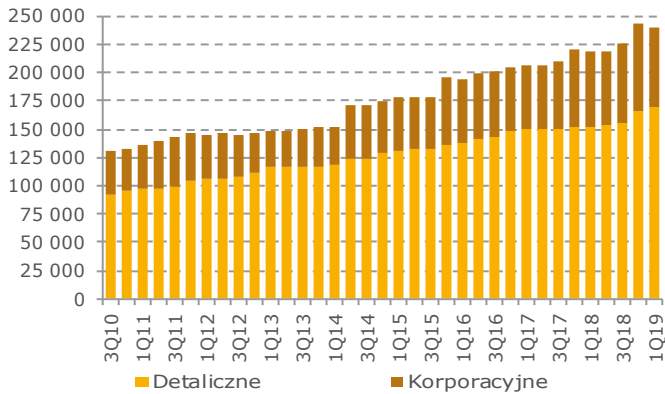
**Getin Noble Bank**



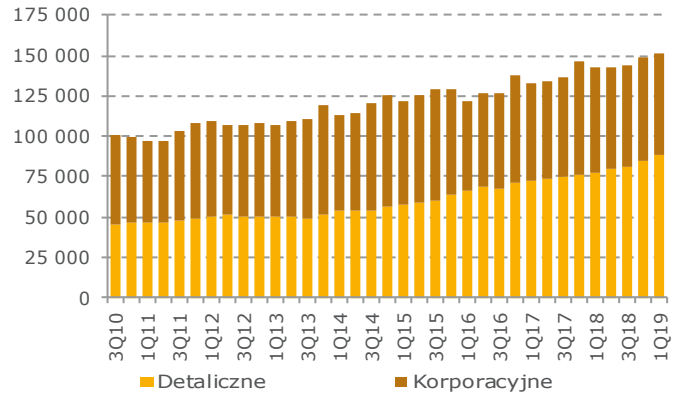
Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Wzrost depozytów (mln PLN)**

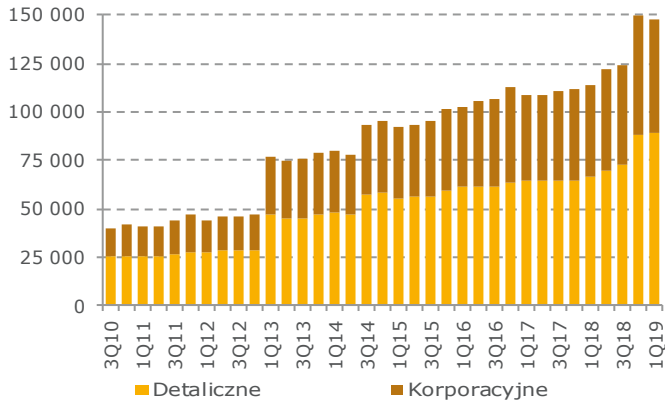
**PKO BP**



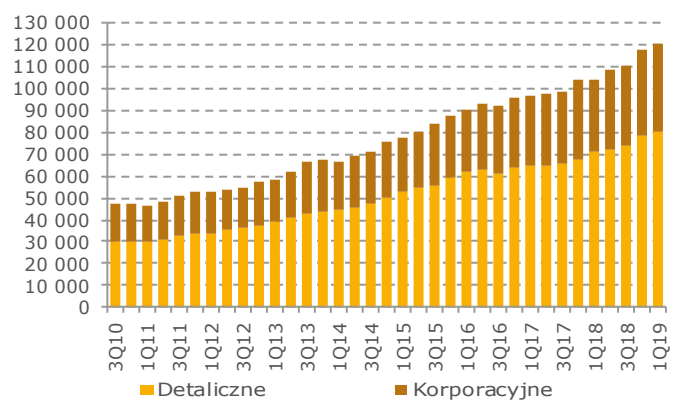
**Pekao**



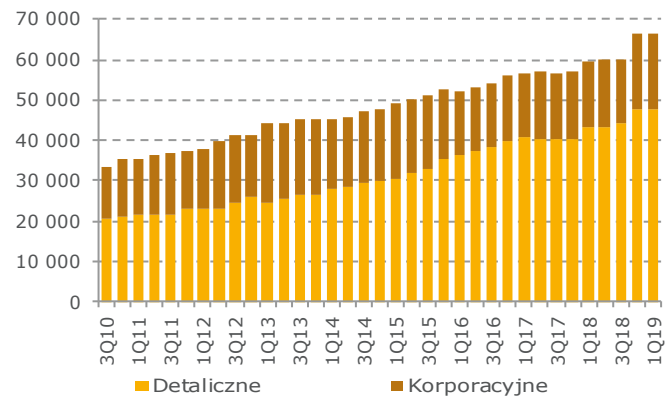
**Santander**



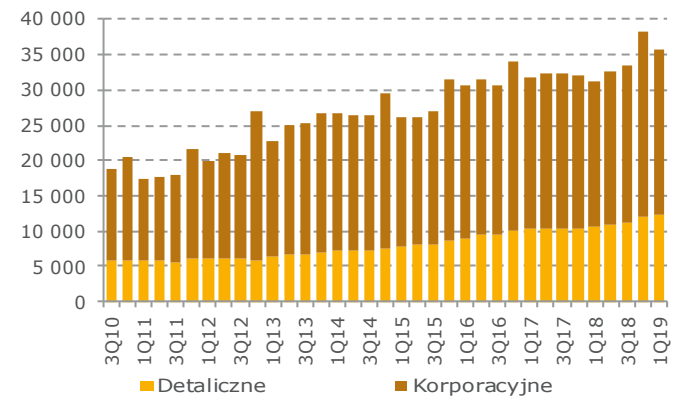
**ING BSK**



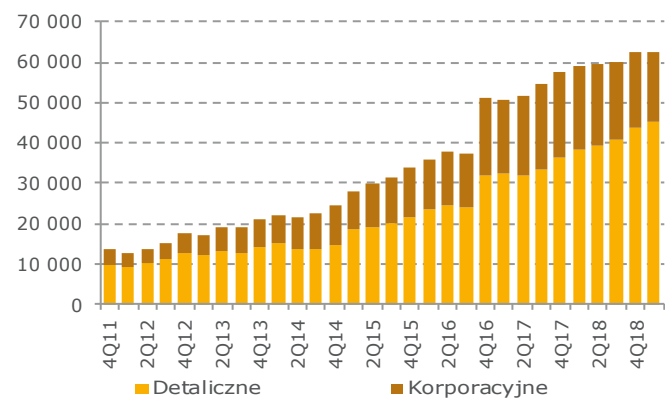
**Millennium**



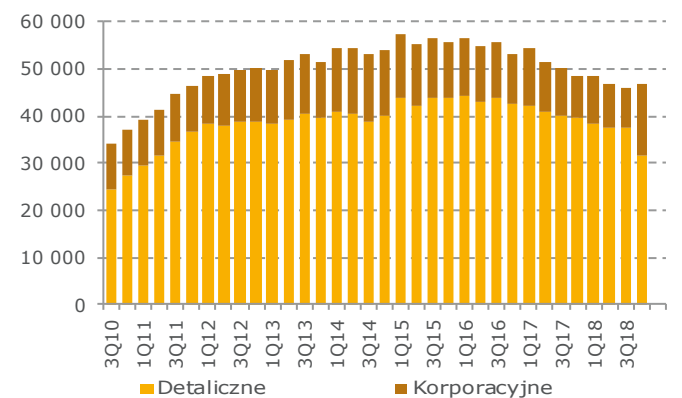
**Handlowy**



**Alior Bank**



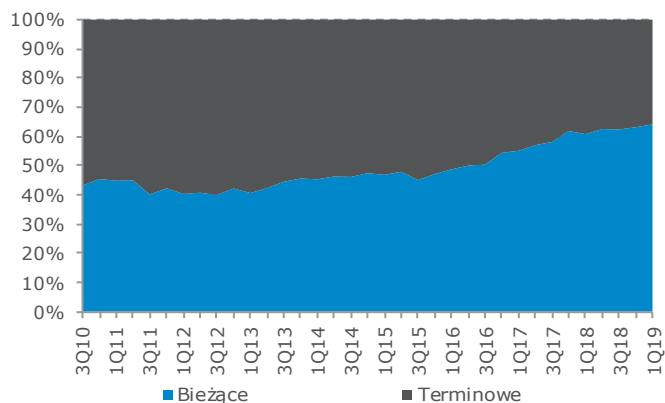
**Getin Noble Bank**



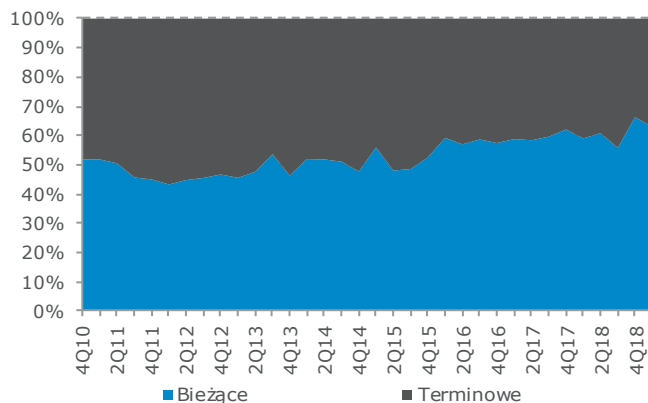
Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Struktura depozytów

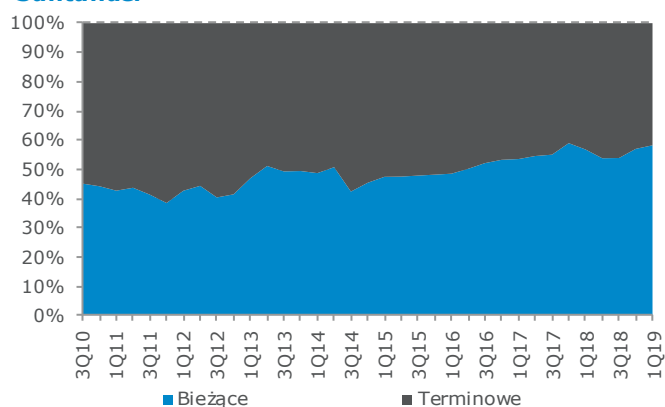
### PKO BP



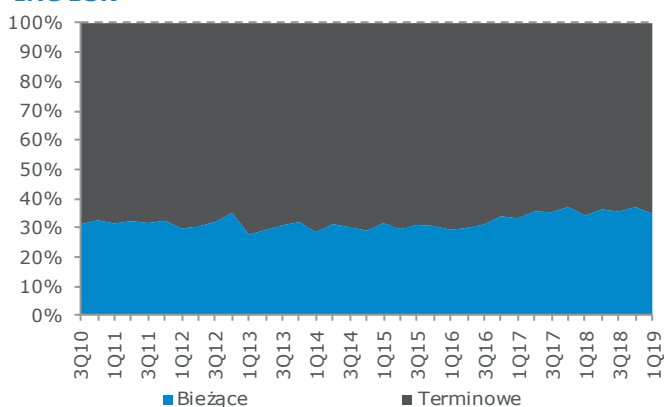
### Pekao



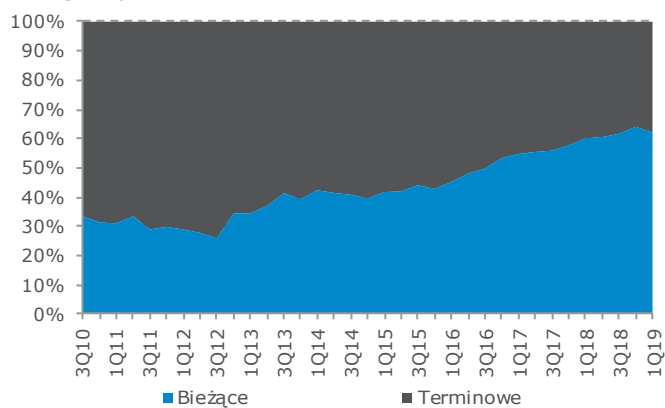
### Santander



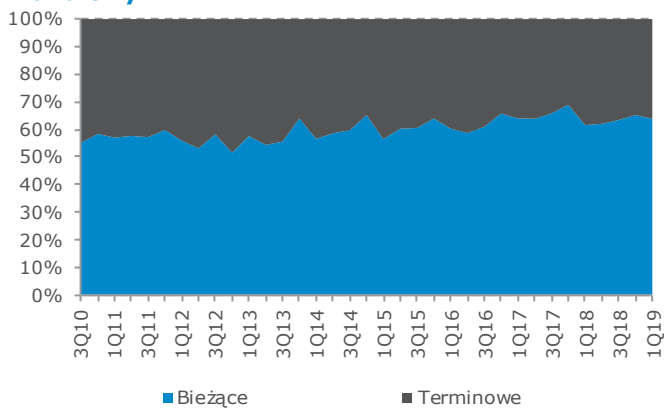
### ING BSK



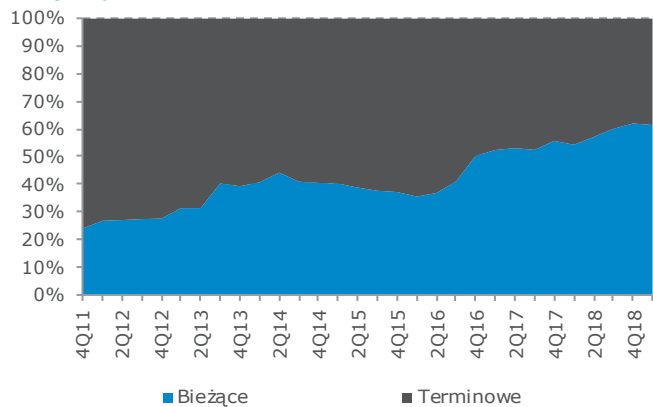
### Millennium



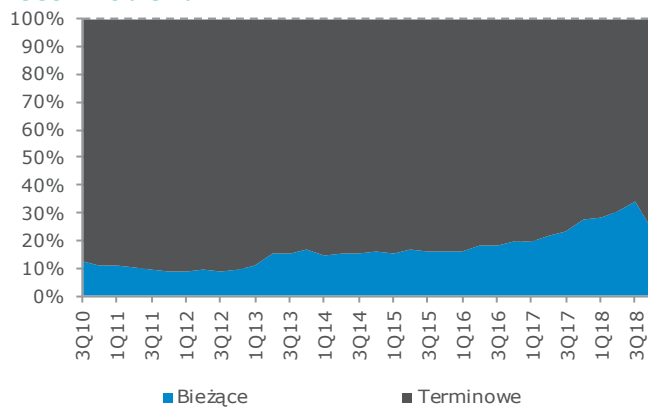
### Handlowy



### Alior Bank



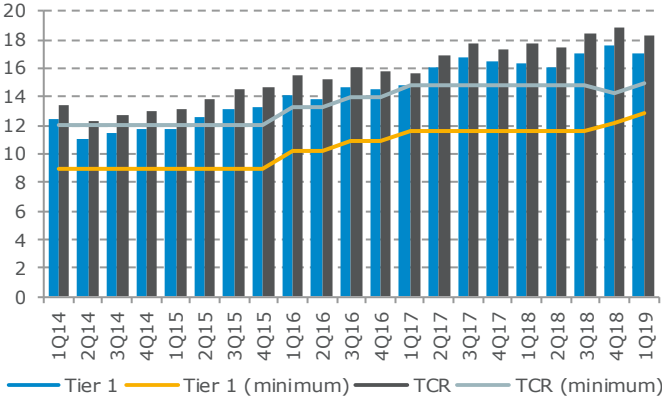
### Getin Noble Bank



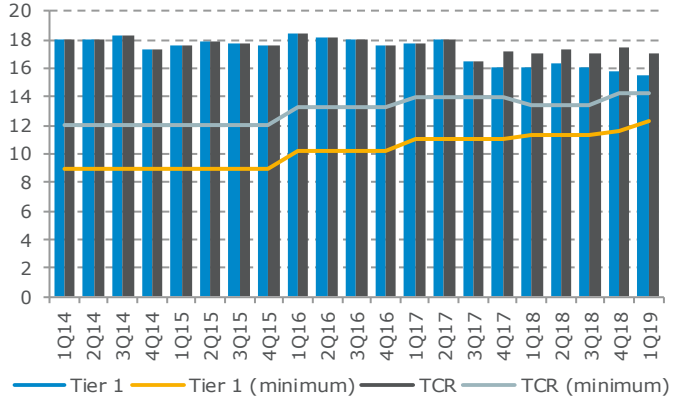
Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Współczynniki wypłacalności**

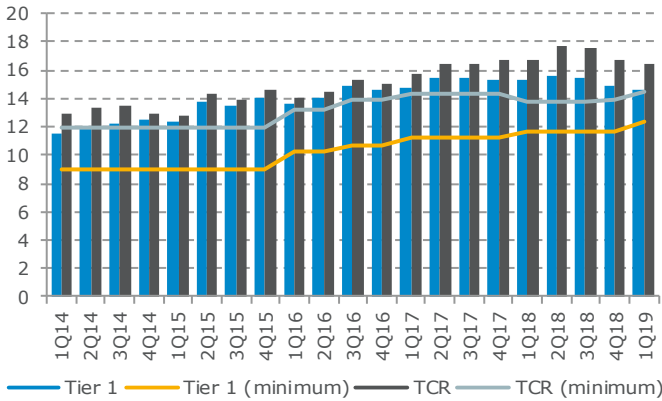
**PKO BP**



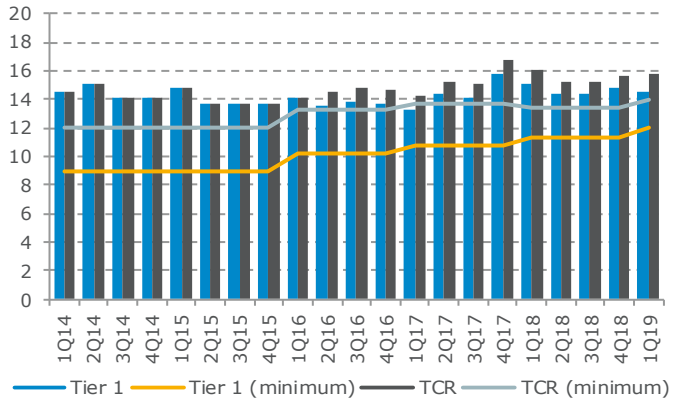
**Pekao**



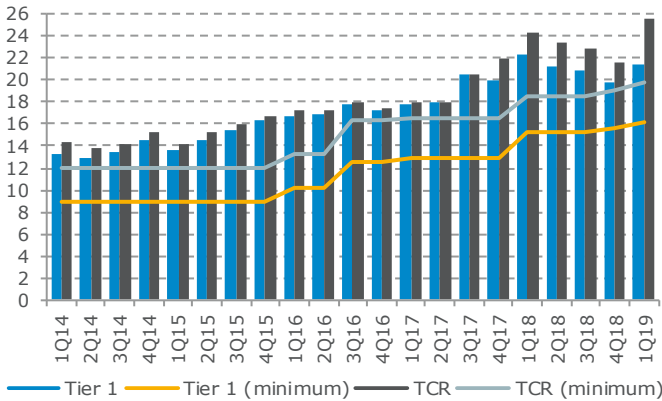
**Santander**



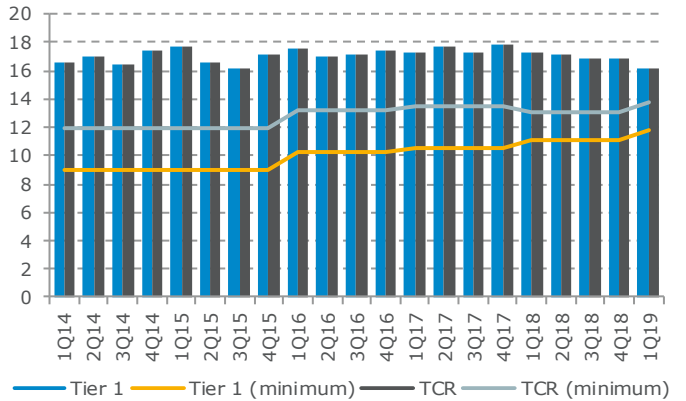
**ING BSK**



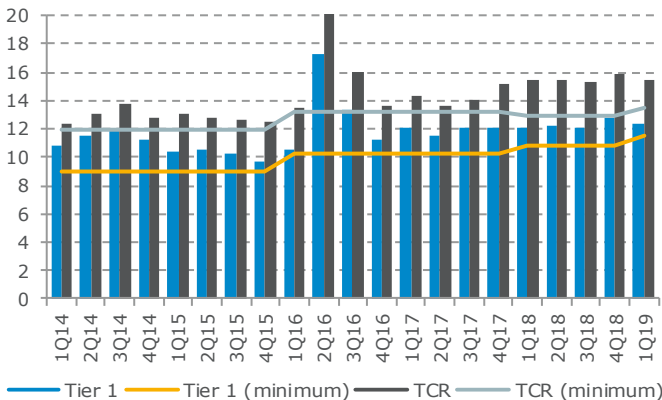
**Millennium**



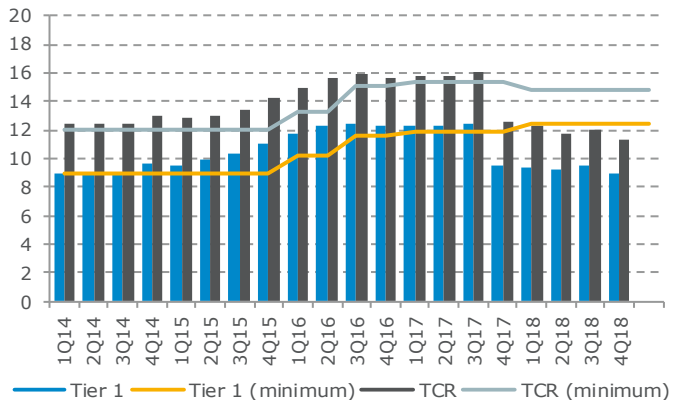
**Handlowy**



**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 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 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: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, I2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TIM, Trakcja, Unibep, Uniwhheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)