

środa, 3 lipca 2019 | komentarz specjalny

## Banki - Ustawa CHF wraca ponownie

### Banki, Polska

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

Uważamy, że dość nieoczekiwanie na wokandę wróciła ustawa frankowa, która w dniu dzisiejszym będzie procedowana przez Polski Parlament. Według opublikowanego harmonogramu na stronie Sejmu, sprawozdanie Komisji Sejmowej o przedstawionym projekcie ustawy przewidziany jest na godzinę 22:30 i trwać będzie do 23:15. W dniu dzisiejszym, ani jutrzejszym, nie jest przewidziane 1 czytanie ustawy, zaś następne obrady Sejmu przewidziane są na 17-19 lipca 2019 roku. Ustawa powróciła do Parlamentu w momencie, kiedy Związek Banków Polskich zwrócił się o pomoc do Premiera RP w sprawie nadchodzącego (prawdopodobnie Lipiec lub Sierpień) wyroku TSUE dotyczącego kredytów indeksowanych. Wyrok TSUE, w najgorszym wypadku, może spowodować niekontrolowane przewalutowanie kredytów CHF na PLN po kursie udzielenia. Świąteczkiem w tunelu jest wypowiedź Posła PiS Tadeusza Cymańskiego (byłego przewodniczącego Sejmowej podkomisji zajmującej się kredytami CHF), który będzie wnosił o usunięcie mechanizmu zmuszającego banki do przewalutowania kredytów CHF na PLN po preferencyjnym kursie (fundusz konwersji). Dodatkowym argumentem do modyfikacji ustawy jest sytuacja Getin Noble Banku, gdzie ustawa dodatkowo znacząco utrudniłaby restrukturyzację oraz pozyskanie strategicznego inwestora. Dodatkowo przypominamy wcześniejsze głosy takich instytucji jak Lewiatan, które twierdziły, że ustawa jest niezgodna z prawem UE oraz przypominamy sprzeciw wobec wprowadzenia ustawy ambasad Niemiec, Austrii, Hiszpanii czy Portugalii wysłany do polskiego Parlamentu. Niemniej jednak zakładając, że ustawa zostanie uchwalona w obecnym kształcie, największy negatywny wpływ na wyniki będzie widoczny w GNB a następnie Bank Millennium, PKO BP i Santander Bank Polska. Uważamy, że w krótkim terminie potencjalny powrót ustawy i wyrok TSUE może mieć negatywny wpływ na sentyment dla banków z ekspozycją CHF, ale z drugiej strony przypominamy, że ustawa powinna mieć ograniczony wpływ na wyceny banków, co z kolei może stworzyć okazję inwestycyjną.

### Ustawy nie ma w konsensusie

Ustawa nie jest obecnie uwzględniona w konsensusie, ani w wycenie rynkowej banków z ekspozycją na CHF. Uważamy, że wprowadzenie ustawy z jednej strony negatywnie odbije się na krótkoterminowej rentowności banków, ale z drugiej uwolni kapitały banków, ponieważ wraz z przewalutowaniem ekspozycji KNF będzie stopniowo zmniejszał bufor CHF oraz pozwoli na zmniejszenie dywidendowego kryterium K1. Dodatkowo, do przewalutowanych kredytów powinna być przykładana niższa waga przy obliczaniu aktywów ważonych ryzykiem. Finalny wpływ legislacji ocenić będzie można po tym jak ustawa trafi do parlamentu. Jednym z kluczowych zapisów w ustawie pozostaje możliwość dzielenia składek pomiędzy inne banki przy braku przewalutowania przez klientów danego banku. Brak takiego zapisu zmniejszyłby presję na bankach w oferowaniu dogodnego dla klienta kursu przewalutowania. Dodatkowo uważamy, że poprawki powinny też rozwiązać kwestię banków ze znaczącą ekspozycją na CHF oraz jednocześnie będącymi w programie naprawczym.

### Wpływ ustawy CHF na poszczególne banki

Poniżej przedstawiamy skutki ustawy na zys poszczególnych banków aż do całkowitej amortyzacji portfela. W porównaniu do poprzedniej analizy, zaktualizowaliśmy ekspozycje banków na CHF oraz przyjęliśmy, że ustawa wejdzie w życie od 1 października 2019 roku. Do przeprowadzenia symulacji użyliśmy średniej amortyzacji portfela z ostatnich 4 kwartałów oraz kursu przewalutowania na poziomie 3,00 PLN/CHF. Za bazowy scenariusz uznajemy obciążenie banków kwartalną stawką w wysokości 25 p.b. od ekspozycji na kredyty CHF. W naszych wyliczeniach nie bierzemy pod uwagę składki odprowadzanej od niepracujących kredytów hipotecznych.

### Bank Millennium: Koszty ustawy frankowej

Rok	0,50%	% kons	0,25%	% kons	0,13%	% kons
2019	-72	9%	-36	5%	-18	2%
2020	-258	27%	-131	13%	-66	7%
2021	-210	19%	-113	10%	-59	5%
2022	-166	-	-96	-	-51	-
2023	-127	-	-80	-	-45	-
2024	-92	-	-65	-	-38	-
2025	-60	-	-50	-	-31	-
2026	-32	-	-36	-	-25	-
2027	-6	-	-23	-	-19	-
2028+	-	-	-11	-	-20	-
<b>Razem</b>	<b>-1023,0</b>		<b>-641,4</b>		<b>-370,1</b>	
<b>Wpływ na 9MFV</b>	<b>-0,67</b>		<b>-0,40</b>		<b>-0,22</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Szacujemy, że największy wpływ ustawa CHF będzie miała na rentowność **Banku Millennium**. W naszym bazowym scenariuszu ustawa pochłonie 641 mln PLN przez kolejne 10 lat. Przewidujemy, że w latach 2019/20/21 ustawa obniży obecny konsensus o -5%/-13%/-10%. W naszym bazowym scenariuszu ustawa obniży naszą 9M cenę docelową o 0,40 PLN. W przypadku Banku Millennium należy zaznaczyć, że ryzyko walutowe portfela przejętego wraz z Eurobankiem, zgodnie z umową sprzedaży obciąża Societe Generale, więc nie należy go brać pod uwagę przy ocenie wpływu ustawy frankowej na Millennium.

### PKO BP: Koszty ustawy frankowej

Rok	0,50%	% kons	0,25%	% kons	0,13%	% kons
2019	-115	3%	-57	1%	-29	1%
2020	-395	9%	-200	5%	-101	2%
2021	-302	6%	-163	3%	-85	2%
2022	-218	-	-128	-	-69	-
2023	-143	-	-95	-	-54	-
2024	-75	-	-64	-	-39	-
2025	-13	-	-33	-	-25	-
2026	-	-	-5	-	-11	-
<b>Razem</b>	<b>-1259,9</b>		<b>-746,5</b>		<b>-413,1</b>	
<b>Wpływ na 9MFV</b>	<b>-0,84</b>		<b>-0,48</b>		<b>-0,26</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W naszym bazowym scenariuszu dla **PKO BP** ustawa pochłonie 746,5 mln PLN przez kolejne 8 lat. Przewidujemy, że w latach 2019/20/21 ustawa obniży obecny konsensus o -1%/-5%/-3%. W naszym bazowym scenariuszu ustawa obniży naszą 9M cenę docelową o 0,48 PLN.

#### Santander: Koszty ustawy frankowej

Rok	0,50%	% kons	0,25%	% kons	0,13%	% kons
2019	-62	2%	-31	1%	-15	1%
2020	-223	8%	-113	4%	-57	2%
2021	-182	5%	-98	3%	-51	2%
2022	-145	-	-83	-	-45	-
2023	-111	-	-70	-	-39	-
2024	-81	-	-57	-	-33	-
2025	-54	-	-45	-	-28	-
2026	-30	-	-33	-	-22	-
2027	-8	-	-22	-	-17	-
2028+	-	-	-11	-	-20	-
<b>Razem</b>	<b>-895,2</b>		<b>-562,1</b>		<b>-326,1</b>	
<b>Wpływ na 9MFV</b>	<b>-7,05</b>		<b>-4,23</b>		<b>-2,37</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W naszym bazowym scenariuszu dla **Santander** ustawa pochłonie 562 mln PLN przez kolejne 10 lat. Przewidujemy, że w latach 2019/20/21 ustawa obniży obecny konsensus o -1%/-4%/-3%. W naszym bazowym scenariuszu ustawa obniży naszą 9M cenę docelową o 4,23 PLN.

#### Bank Pekao: Koszty ustawy frankowej

Rok	0,50%	% kons	0,25%	% kons	0,13%	% kons
2019	-19	1%	-10	0%	-5	0%
2020	-71	3%	-36	1%	-18	1%
2021	-61	2%	-33	1%	-17	1%
2022	-52	-	-30	-	-16	-
2023	-44	-	-27	-	-15	-
2024	-36	-	-24	-	-13	-
2025	-29	-	-21	-	-12	-
2026	-23	-	-18	-	-11	-
2027	-18	-	-16	-	-10	-
2028+	-27	-	-50	-	-48	-
<b>Razem</b>	<b>-380,7</b>		<b>-263,8</b>		<b>-165,6</b>	
<b>Wpływ na 9MFV</b>	<b>-1,07</b>		<b>-0,69</b>		<b>-0,41</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W naszym bazowym scenariuszu dla **Bank Pekao** ustawa pochłonie 263,8 mln PLN przez co najmniej kolejne 10 lat. Przewidujemy, że w latach 2019/20/21 ustawa obniży obecny konsensus o 0%/-1%/-1%. W naszym bazowym scenariuszu ustawa obniży naszą 9M cenę docelową o 0,69 PLN.

#### ING BSK: Koszty ustawy frankowej

Rok	0,50%	% kons	0,25%	% kons	0,13%	% kons
2019	-5	0%	-2	0%	-1	0%
2020	-15	1%	-8	0%	-4	0%
2021	-10	0%	-5	0%	-3	0%
2022	-5	-	-3	-	-2	-
2023	0	-	-1	-	-1	-
<b>Razem</b>	<b>-34,8</b>		<b>-19,5</b>		<b>-10,3</b>	
<b>Wpływ na 9MFV</b>	<b>-0,23</b>		<b>-0,13</b>		<b>-0,07</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W naszym bazowym scenariuszu dla **ING BSK** ustawa pochłonie 19,5 mln PLN przez kolejne 5 lat. W przypadku ING zakładamy, że ustawa nie będzie miała wpływu na konsensus. W naszym bazowym scenariuszu ustawa obniży naszą 9M cenę docelową o 0,13 PLN.

#### GNB: Koszty ustawy frankowej

Rok	0,50%	% kons	0,25%	% kons	0,13%	% kons
2019	-49	31%	-25	15%	-12	8%
2020	-170	54%	-86	27%	-43	14%
2021	-130	37%	-71	20%	-37	10%
2022	-95	-	-56	-	-30	-
2023	-63	-	-42	-	-24	-
2024	-34	-	-29	-	-18	-
2025	-9	-	-16	-	-12	-
2026	-	-	-4	-	-6	-
<b>Razem</b>	<b>-550,3</b>		<b>-327,3</b>		<b>-180,9</b>	
<b>Wpływ na 9MFV</b>	<b>-0,45</b>		<b>-0,26</b>		<b>-0,14</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku

W naszym bazowym scenariuszu dla **Getin Noble Bank** ustawa pochłonie 327,3 mln PLN przez kolejne 8 lat.

#### Ustawa jako odpowiedź na wyrok TSUE?

Ustawa ponownie wróciła do Parlamentu w momencie, kiedy Związek Banków Polskich zwrócił się o pomoc do Premiera RP w sprawie nadchodzącego (prawdopodobnie Lipiec lub Sierpień) wyroku TSUE dotyczącego kredytów indeksowanych. Sektor obawia się, że wyrok może spowodować usunięcie klauzul abuzywnych z umów kredytowych jednocześnie utrzymując ogólny zarys umowy. Oznaczać by to mogło, że klient miałby do wyboru rozwiązanie umowy kredytowej lub jej dalszą kontynuację ale w złotychkach (przewalutowanie po kursie udzielenia) oraz zastosowaniu LIBORU do oprocentowania. Uważamy, że niekorzystny wyrok mógłby spowodować utworzenie rezerw przez banki na poczet ewentualnego przewalutowania w wysokości 32 mld PLN. Nasza prognoza jest znacznie niższa niż ostatnie doniesienia prasowe w wysokości około 60 mld PLN. Uważamy, że różnica może wynikać ze znaczącej amortyzacji portfela CHF, który nastąpił od momentu ostatnich estymacji KNF dotyczących przewalutowania po kursie udzielenia. Jednocześnie zaznaczamy, że przewalutowanie zagroziłoby jedynie stabilności GNB, którego wskaźniki wypłacalności spadłyby poniżej minimów CRR. Oznacza to potencjalny problem przymusowej restrukturyzacji GNB i dokapitalizowania tej instytucji kwotą około 4 mld PLN, a dla sektora wyższych składek BFG. Dodatkowym negatywnym czynnikiem dla budżetu byłby spadek wpływu z podatku CIT w wysokości około 3 mld PLN. Szczegółowe wyliczenia znajdują się na kolejnej stronie raportu.

**Wpływ przewalutowania kredytów CHF po kursie udzielenia (PLN/CHF = 2,40)**

(mld PLN)	Rynek	PKO	PEO	SPL	ING	MIL	GNB	BNP	BOS
Ekspozycja banków na kredyty CHF (1Q'19)	107,1	23,0	3,8	12,4	1,0	14,4	9,8	5,2	1,4
Zysk netto '19 (konsensus)	14,0	4,4	2,3	2,6	1,7	0,8	-0,4	0,6	0,2
Odpis na kredyty	-31,5	-6,8	-1,1	-3,6	-0,3	-4,2	-2,9	-1,5	-0,4
<b>Zysk netto po odpisie</b>	<b>-17,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>
Tier 1 po odpisie (%)	-	14,3	14,8	12,5	14,2	9,2	2,1	10,7	12,2
Kapitał nadwyżkowy ponad min. Tier 1 (mld PLN)		8,5	5,6	3,6	3,4	-0,2	-3,9	0,1	0,3

Źródło: Banki, 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

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

#### Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

**KUPIJ** – 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, PGE, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplup, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TOYA, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył wzewaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, CI Gamaes, Globalworth Poland, Orbis, Polenergia, Prime Car Management, Primetech.

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](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.

#### Siłne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

**DCF** – uważana za najbardziej wiążącą 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, gaming

**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)