

poniedziałek, 22 marca 2021 | komentarz specjalny

## Banki: Frankowa łamigłówka

### Banki, Polska

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

13 kwietnia Izba Cywilna Sądu Najwyższego zbierze się aby odpowiedzieć na 6 pytań, które naszym zdaniem są kluczowe dla przyszłości polskiego sektora bankowego. Odrzucamy skrajne scenariusze prowadzące do kosztów sektora od kilku miliardów PLN do ponad 200 mld PLN. Jesteśmy umiarkowanymi optymistami i uważamy, że sąd uzna umowy za nieważne, ale nie zabroni bankom ubiegania się o odszkodowania za używanie kapitału (co nie jest jednoznaczne z jego uzyskaniem). Uważamy, że taki scenariusz jest pozytywny dla przeprowadzenia ugód, które zaproponował KNF ponieważ podtrzyma niepewność wśród klientów i banków odnośnie finalnych strat i zysków jakie będzie można uzyskać na drodze sądowej. Naszą tezę stawiamy na podstawie historycznych wyroków jakie zapadały w sprawie o odszkodowania o czym piszemy w dalszej części komentarza. Nawet w scenariuszu optymistycznym, mało prawdopodobne jest przekonanie 100% klientów do ugód, szczególnie, że część już uczestniczy w procesach sądowych, ale uważamy, że ankieta przeprowadzona przez PKO BP (70% na tak, 25% waha się a 5% przeciw) powinna być tu indykatywna. Uważamy, że poziom kapitałów nadwyżkowych pozwala sektorowi na realizację scenariusza ugód bez potrzeby emisji akcji, a samo rozwiązanie problemu frankowego niechybnie doprowadzi do re-ratingu sektora. Taki wariant będzie wyraźnym sygnałem do kupowania wszystkich polskich banków, które notowane są z dużym dyskontem do swoich historycznych wycen, ale także do spółek porównywalnych z regionu. W scenariuszu pesymistycznym SN może uznać, że banki nie mają prawa do odszkodowania za używanie kapitału co powinno podbić koszt do około 90 mld PLN. Jednocześnie należy pamiętać, że koszt rozłożony obecnie przez konsensus na wiele lat z pewnością skumuluje się w przeciągu 2-3 lat ze względu na ujednoliconą linię orzecznictwa sądów niższych instancji. Taki wyrok powinien zostać przyjęty dość chłodno przez rynek chociaż zaznaczamy tu, że wszystkie banki za wyjątkiem Millennium i GNB powinny poradzić sobie bez potrzeby emisji kapitału, a potencjał spadku z obecnych poziomów jest ograniczony lub nawet go nie ma biorąc pod uwagę przyszły re-rating. Niemniej jednak początkowa reakcja prawdopodobnie byłaby negatywna, co wykorzystalibyśmy do budowania pozycji na poszczególnych bankach mając na uwadze długi horyzont inwestycyjny. Rozważamy także 3 scenariusz, w którym będzie brak jednoznacznego rozstrzygnięcia lub w ogóle brak orzeczenia na posiedzeniu 13 kwietnia. Należy pamiętać, że SN trapiony jest teraz wewnętrznymi problemami związanymi z orzeczeniem TSUE kwestionującym poprawność ostatnich powołań sędziów m.in. do Izby Cywilnej. Może to oznaczać brak orzeczenia, a odpowiedzi na część zadanych pytań poznamy 15 kwietnia, kiedy SN ponownie zbierze się aby orzeckać na temat franków, już w znacznie mniejszym, aczkolwiek prawnie wiążącym gronie 7 sędziów. Obecnie 15 kwietnia SN ma odpowiedzieć na pytania zadane przez Rzecznika Finansowego, jednakże wyobrażamy sobie, że SN może odnieść się również do

pytań zadanych przez Pierwszą Prezes Sądu Najwyższego, jeżeli nie uda się na nie odpowiedzieć 13 kwietnia. Brak rozstrzygnięć uważamy za scenariusz, w którym obecna sytuacja banków jak i ich klientów nie ulega żadnej zmianie. Banki z wysokimi kapitałami nadwyżkowymi (np. PKO czy Pekao) nadal będą dążyć do zawarcia ugód z klientami i uważamy, że zaksięgowanie jednorazowych znaczących odpisów za scenariusz bazowy. Nie można wykluczyć, że po znaczącym ruch wywołanym przez większość sektora, banki wcześniej mniej zainteresowane ugodami na zasadach przedstawionych przez KNF również przyłączą się do programu ugód, szczególnie, że oczekiwane koszty takiego rozwiązania są porównywalne z oczekiwanymi kosztami procesów sądowych zakładając prawne status quo. W konsekwencji brak rozstrzygającego wyroku powinien skierować klientów w kierunku ugód i zarazem rozwiązać problem franków. Na koniec należy podkreślić, że znaczące rezerwy na ugody zaksięgowane jednorazowo wreszcie oczyszczą przyszłe wyniki i pozwolą na wypłatę sowitych dywidend. Powinno to pozwolić na re-rating, a polski sektor bankowy na nowo wróci na radary funduszy inwestujących w całym regionie CEE.

### Co grać pod wyrok?

W naszym bazowym, optymistycznym scenariuszu po wyroku SN należy przeważać cały sektor bankowy ponieważ zanotuje on znaczące odbicie wyników od 2022 roku (PKO już w 2021 roku), zwiększą się możliwości dywidendowe, a duże dyskonto do spółek porównywalnych (np. banków czeskich) będzie już nieuzasadnione. W przypadku braku rozstrzygnięcia, czy przy niejednoznacznym rozstrzygnięciu przeważalibyśmy PKO, Santander, Pekao, BNP Paribas, Handlowy oraz ING, z zaznaczeniem, że początkowa reakcja na całym sektorze może być negatywna. Proces ugody w takim scenariuszu może się przeciągnąć, szczególnie w bankach z kapitałem zagranicznym, ale jednocześnie będzie stopniowo nabierać tempa, a re-rating w takim scenariuszu powinien również nastąpić, choć wolniej. Finalnie, w przypadku pesymistycznego scenariusza, gdzie banki nie otrzymają możliwości ubiegania się o zwrot za używanie kapitału, należy oczekiwać silniejszej przeceny sektora bankowego, związanej z dostosowaniem oczekiwań dotyczących strat związanych z ryzykiem prawnym oraz wątpliwościami dotyczącymi sytuacji kapitałowej niektórych pożyczkodawców. Z naszych wyliczeń wynika, że większość sektora (PKO, PEO, SPL, BNP, ING) powinno sobie poradzić z nawet jednorazowymi rezerwami na pozwy sądowe, ale część (MIL, GNB) może zgłosić się po dodatkowy kapitał, co wywoła perturbacje na rynku. Należy jednak pamiętać, że pesymistyczny scenariusz również przyspiesza eliminację niepewności związanej z frankami, a relatywnymi beneficjentami takiego ruchu powinny być banki takie jak: Pekao, ING, Handlowy czy Alior. Naszym zdaniem wysokie rezerwy na kredyty CHF w 2021 roku są nieuniknione, ale mogą one wynikać z innych pobudek tzn. masowego zaproponowania ugód na co banki zawiązałyby rezerwy z góry lub wyższej dynamiki pozwów, co zgodnie z wyprzedzającym charakterem IFRS 9 zmusiłoby banki do zawiązywania rezerw z wyprzedzeniem. Szczerze przyznamy, że nie rozważamy scenariusza w którym roszczenia banków względem kapitału oddanego do użytkowania uległyby

przedawnieniu. Zgodnie z UKNF ta opcja atomowa oznaczałaby straty dla sektora przekraczające 230 mld PLN. Naszym zdaniem możliwość zaspokojenia tak dużych roszczeń jest jedynie teoretyczna, zaś w praktyce przy wystąpieniu takiego ryzyka spodziewalibyśmy się interwencji ustawodawcy i przygotowania odpowiedniej legislacji.

**Wierzmy, że wyrok doprowadzi do ugód**

Naszym podstawowym scenariuszem dla sektora są ugody banków z klientami, zbieżne z propozycją przewodniczącego KNFu. Oczywiście, część klientów już złożyła pozwy lub jest zdeterminowana, żeby je złożyć, dlatego zakładamy podział 70:30 jeżeli chodzi o stosunek klientów, którzy pójdą na ugody do tych którzy skorzystają ze ścieżki sądowej. Nasz scenariusz opiera się na założeniu, że w orzeczeniu 13 kwietnia SN dopuści możliwość występowania banków o odszkodowanie za korzystanie z kapitału. Możliwość nie implikuje skuteczności takiego postępowania, dlatego powstanie niepewność zarówno po stronie klientów, jak i banków, przez co scenariusz ugód będzie bardziej atrakcyjny dla obu stron. Co istotne uważamy, że w naszym podstawowym scenariuszu sektor bankowy posiada wystarczającą nadwyżkę kapitałową, aby przyjąć jednorazowe straty, a banki jak PKO, czy Santander zakończą operację ze znaczącą nadwyżką kapitałową, która pozwoli na hojne dywidendy w przyszłości.

Oczywiście istnieje ryzyko, że część banków o dużym portfelu kredytów CHF, nie zdecyduje się na ugody, a przynajmniej nie na warunkach zaproponowanych przez KNF. Powodem takiego działania mogłaby być na przykład sytuacja kapitałowa kluczowego akcjonariusza – duży odpis w banku polskim mógłby mieć znaczący wpływ na spełnianie wymogów kapitałowych w całej grupie. W przypadku pozytywnego orzeczenia ws. odszkodowania za korzystanie z kapitału, banki mogłyby uznać, że koszty ewentualnych procesów będą niższe od kosztów ugód na warunkach KNF. Dlatego zaznaczamy, że chociaż ugody są naszym bazowym scenariuszem to sytuacja poszczególnych banków nie jest homogeniczna i decyzja o zaproponowaniu ugód na masową skalę będzie wynikała z analizy kosztów i korzyści poszczególnych kredytodawców.

**...i tutaj wracamy do starej wyceny WIG-Banków**

W ostatniej dekadzie dzielimy wycenę polskiego sektora bankowego na dwie równe części. Od 2010 do 2015 roku wycena sektora odzwierciedlała dynamiczny wzrost sektora, wysokie stopy procentowe, brak podatku bankowego, brak problemu z ekspozycją na kredyty CHF, ale i przynajmniej jeden kryzys finansowy. Średnia 5-letnia wycena sektora na koniec 2015 roku na wskaźniku NTM P/E wynosiła 13,5x, a w przypadku P/BV 1,6x. Od 2015 roku nastąpiła zmiana władzy w Polsce, przez co został wprowadzony podatek bankowy, bank szwajcarski przestał bronić kursu waluty, banki zaczęły przegrywać sprawy sądowe związane z kredytami frankowymi, w 2020 roku wybuchła ogólnoswiatowa pandemia COVID-19, a stopa referencyjna została obniżona do 0,10%. Przez ostatnie 5 lat polski sektor bankowy notowany był na średnim wskaźniku P/E 12,7x i P/BV 1,1x chociaż należy zauważyć, że ostatnie wartości oscylują około poziomu odpowiednio 12,9x i 0,62x. Co interesujące na przestrzeni ostatnich 5-iu lat polski sektor bankowy na wskaźniku P/BV utracił swoją 8% historyczną premię do indeksu MSCI EME Financials na rzecz 22% dyskonta. Uważamy, że kryzys ekonomiczny nie uderzył mocniej w Polskę niż w pozostałe kraje UE. Wręcz przeciwnie, oparta na przemysle polska gospodarka jest relatywnie bardziej odporna na częściowe zamrożenie aktywności ekonomicznej. Co więcej, chwilowe wyparcie kredytu bankowego przez środki z PFR nie zmienia wysokiego potencjału penetracji kredytowej w długim okresie. Uważamy, że utrata premii nie może być przypisana także otoczeniu politycznemu czego niewątpliwym przykładem może być OTP, które notowane

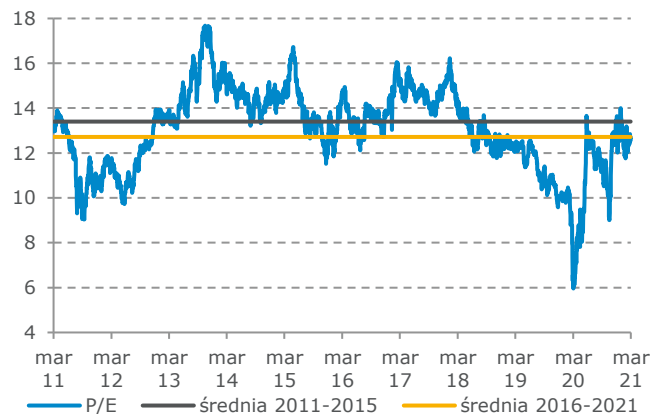
jest obecnie z zaledwie 14% dyskontem do średniej 5-letniej. Dlatego uważamy, że znaczące dyskonto polskiego sektora do wartości historycznych i Europy, spowodowane jest sytuacją prawną związaną z kredytami CHF, która oprócz niepewności, silnie negatywnie oddziałuje na rentowności oraz potencjał dywidendowy (bufory CHF, kryteria K1 i K2). Tak jak wyżej wskazywaliśmy, rozwiązanie jej powinno spowodować re-rating sektora. Warto zauważyć, że po rozwiązaniu problemu franków, ROE i dywidendy sektora zbliżą się poziomem do wartości odpowiadających w latach 2010-15, a nie w ostatnich 5 latach. W kolejnym paragrafie przedstawiamy przypadek OTP Banku gdzie systemowe rozwiązanie kwestii frankowej było fundamentem do re-ratingu banku.

**NTM P/BV dla WIG Banki w latach 2011-2021**



Źródło: mBank, Bloomberg

**NTM P/E dla WIG Banki w latach 2011-2021**



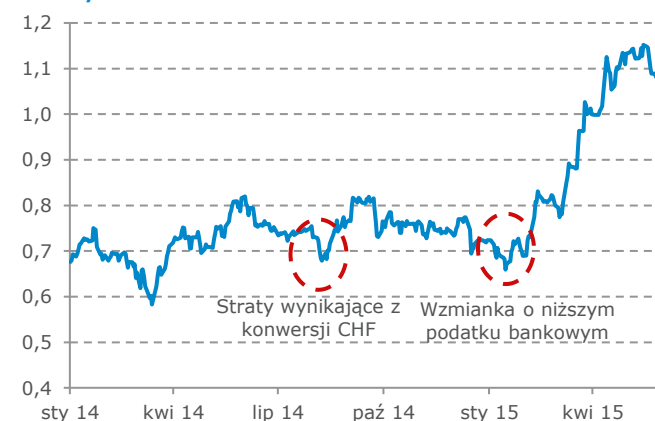
Źródło: mBank, Bloomberg

**Case OTP raz jeszcze**

Przypominamy przypadek węgierskiego OTP, który jako lider węgierskiego sektora bankowego doświadczył znacznych kosztów przewalutowania kredytów CHF. W 2014 roku węgierski rząd zaproponował i wprowadził (realna konwersja miała miejsce w 2015 r.) konwersję hipotek CHF na HUF po z góry ustalonym rynkowym kursie HUFCHF, przy wsparciu MNB, który zapewnił bankom płynność w postaci EUR za które banki mogły kupować CHF w otwartym rynku. W efekcie w 2Q'14 OTP uwzględnił w wynikach koszt przewalutowania w wysokości 176 mld HUF, bank zanotował rekordową stratę w wysokości 153 mld HUF, a kapitały własne banku spadły jednorazowo o około 10%. Dodatkowo biorąc pod uwagę konflikt zbrojny na Ukrainie, 2014 rok był dla OTP stracony, a wycena banku oscylowała wokół 0,6-0,7x P/BV. Jednakże przecięcie problemu frankowego w OTP, ale i w całym węgierskim sektorze bankowym oraz deklaracje rządu na początku 2015 roku o stopniowym

zmniejszeniu obciążeń z tytułu podatku bankowego sprawiły, że OTP znów stał się „inwestowalny”, a jego wycena szybko skoczyła do 1,0-1,1x P/BV. Jakie analogie możemy odnaleźć dla polskiego sektora bankowego? Jednorazowe uporanie się z problemem CHF poprawia sentyment, oczywiście w przypadku OTP równie ważną rolę odegrała sprawa podatku bankowego, która miała pozytywny wpływ na rentowność, ale wydaje się, że gdyby franki cały czas wisiały nad sektorem, odbicie nie byłoby tak silne. W przypadku polskich banków teoretyczne straty związane z propozycją KNF, byłyby co prawda relatywnie większe niż koszt konwersji w przypadku OTP, a dodatkowo drugi katalizator w postaci istotnych pozytywnych zmian w podatku bankowym wydaje się niepewny, to jednak uważamy, że zmniejszenie niepewności i poprawa długotrwałej rentowności przy materializacji scenariusza ugód będą kluczowe dla popchnięcia wycen w górę.

### NTM P/BV dla OTP w latach 2014-2015



Źródło: mBank, Bloomberg

### Sytuacja kapitałowa sektora po jednorazowych rezerwach na ugody KNF

Wpływ jednorazowych rezerw na współczynniki kapitałowe będzie znaczący, ale w większości przypadków banki nie będą miały problemów ze sprostaniem przyszłym wymogom KNF. Warunkiem jest jednak pozostawienie bufora ryzyka systemowego w 2021 roku na poziomie 0%. W przypadku podniesienia tego bufora, Millennium mógłby mieć problemy z osiągnięciem wymaganych współczynników, przez co zagrożony byłby wzrost lub konieczne byłoby podniesienie kapitału. Patrząc skrajnie optymistycznie wyobrażamy sobie, że KNF „w nagrodę” za eliminację systemowego problemu w postaci kredytów CHF będzie skłonny do pewnych ustępstw odnośnie liczenia współczynników kapitałowych (np. stopniowa amortyzacja strat wynikających z ugód przez kapitały banku), aczkolwiek uważamy to za mało prawdopodobne.

### Rola NBP w całej układance

Jednym z elementów ugodowego scenariusza będzie zakup dużej ilości CHFów przez polskie banki. NBP zgodził się pośredniczyć w transakcji, o ile banki spełnią warunki brzegowe:

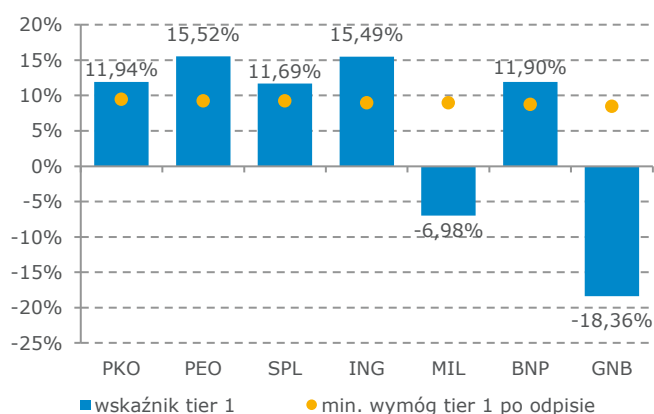
1. powszechność ugód,
2. partycypację większości sektora,
3. zgodę akcjonariuszy,
4. brak wątpliwości prawnych co do skuteczności rozwiązania,
5. przedstawienie wiążących planów odnośnie odbudowy kapitałów i współczynników kapitałowych do poziomów nie niższych niż przed konwersją kredytów, łącznie z brakiem dywidendy i oszczędnościami na czas trwania planów.

Oczywiście ostatni punkt jest najbardziej kontrowersyjny i wymagający. Uważamy, że należy go traktować jako szorstkie zaproszenie do negocjacji, ponieważ nawet po konwersji sytuacja kapitałowa poszczególnych banków będzie nadal bardzo dobra, a dodatkowo wybrane banki mają narzut na wymogi kapitałowe w postaci bufora FX, którego przeznaczeniem z definicji jest bilansowanie ryzyka związanego z kredytami CHF, więc jego obecność po skutecznej konwersji będzie nieuzasadniona. Udział NBP w konwersji byłby oczywiście pomocny, ale nie niezbędny. Wyobrażamy sobie sytuację w której banki na międzynarodowym rynku bankowym kupują EUR za PLN, a następnie wymieniają EUR na CHF. W takiej sytuacji bezpośredni wpływ na kurs CHF/PLN, byłby o wiele niższy niż przy bezpośredniej wymianie (zakładamy większą głębokość rynku EUR/PLN i CHF/EUR niż CHF/PLN). Domyślną opcją pozostaje jednak pośrednictwo NBP w całym przedsięwzięciu. Poniżej przedstawiamy poziom kapitałów w latach 2021-23 wobec warunków NBP, dla uproszczenia tylko Tier 1.

### Scenariusz anulacji (wariant pesymistyczny)

Drugim scenariuszem pod względem prawdopodobieństwa jest sytuacja w której orzeczenie SN oddali potencjalne roszczenia banków o odszkodowanie za korzystanie z kapitału, przy jednoczesnej anulacji umów kredytowych. W takim przypadku szacujemy maksymalne straty sektora na około 90 mld PLN, zakładając, że każdy klient pozwie bank i uzyska unieważnienie umowy kredytowej. W takim przypadku sytuacja kapitałowa poszczególnych banków byłaby diametralnie inna niż w przypadku naszych bazowych założeń, co nie oznacza, że byłaby ona beznadziejna. Wiadomo, że przy jednorazowym odpisie Bank Millennium oraz Getin Noble Bank musiałyby dokonać awaryjnej emisji kapitału, jednakże pozostałe banki, pomimo znaczących odpisów powinny spełniać minimalne wymogi KNF na Tier 1. W przypadku Millennium mówilibyśmy o około 7,5 mld PLN niedoboru kapitałowego (bez zaliczenia zysku netto z br.), ale jeżeli odpis nie byłby jednorazowy odzwierciedlałyby tempo napływu pozwów (np. 3-4 lata), to Millennium musiałyby przeprowadzić emisję na około 4-5 mld PLN.

### Wskaźnik Tier 1 vs minimalny wymagany wskaźnik Tier 1 przy jednorazowym odpisie



Źródło: mBank

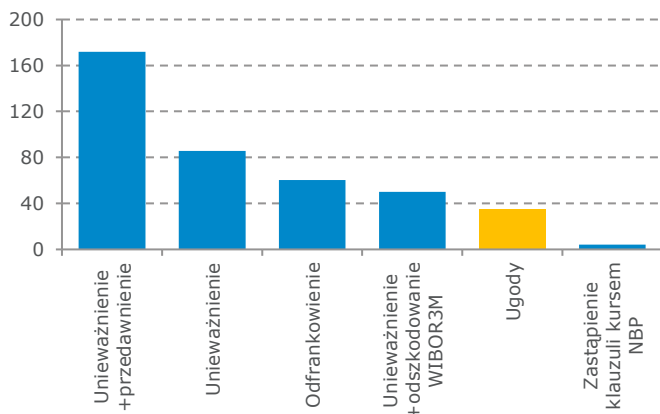
### „Judgment Day” 13 kwietnia

Orzeczenie pełnego składu Izby Cywilnej Sądu Najwyższego powinno uciąć dużą część niepewności odnośnie kredytów CHF. Pierwszy Prezes SN zadał Izbie Cywilnej 6 pytań, zaś odpowiedzi na nie, z mocą praw, będą stanowić wykładnie dla sądów powszechnych. Poniżej przedstawiamy podsumowanie i nasz komentarz do zadanych pytań. Szczególnie mocno skupiamy się na pytaniu numer 6, które jest niezwykle istotne w kontekście atrakcyjności, dla obu stron, rozwiązania ugodowego zaproponowanego przez



przewodniczącego KNF. Pomijając w rozważaniach propozycję KNF-u, różne odpowiedzi na kolejne pytania, mogą skutkować różnymi scenariuszami dla sektora bankowego. SN nie rozstrzyga o abuzywności klauzul, więc każdy scenariusz oznacza stratę dla banków, jednakże wielkość tej straty znacznie się różni w zależności od kombinacji odpowiedzi.

### Szacunkowe maksymalne koszty dla sektora w różnych scenariuszach (mld PLN)



Źródło: KNF, mBank

## Analiza pytań postawionych przez pierwszą Prezes Sądu Najwyższego

### Pytanie 1

*Czy w razie uznania, że postanowienie umowy kredytu indeksowanego lub denominowanego odnoszące się do sposobu określania kursu waluty obcej stanowi niedozwolone postanowienie umowne i nie wiąże konsumenta, możliwe jest przyjęcie, że miejsce tego postanowienia zajmuje inny sposób określenia kursu waluty obcej wynikający z przepisów prawa lub zwyczajów?*

Twierdząca odpowiedź na to pytanie, oznaczałoby że można zastąpić klauzulę abuzywną średnim kursem NBP (prawdopodobnie), co niemalże eliminowałoby przyszłe koszty z tytułu „frankowego” ryzyka prawnego, ponieważ z jednej strony maksymalne straty dla sektora skurczyłyby się do kilku mld PLN, a z drugiej strony zachęta dla klienta żeby pójść do sądu byłaby znacznie mniejsza niż dotychczas. Byłaby to linia orzecznictwa zgodna z wypowiedzią prezesa NBP, który stwierdził, że stosowanie tabeli kursowych wynika z prawa bankowego, a dobrym rozwiązaniem spornych zapisów jest zastosowanie średniego kursu NBP, z zaznaczeniem, że to SN zdecyduje, czy takie rozwiązanie jest odpowiednie. W przeszłości orzecznictwo, zarówno w SN (12 z 26 sędziów obecnej izby cywilnej SN, w przeszłości dawało orzeczenia niewykluczające zastępowania klauzul abuzywnych innymi przepisami o charakterze dyspozytywnym), jak i sądach powszechnych, było zarówno twierdzące, jak i przeczące. Uważamy jednak, że w tym przypadku odpowiedź twierdząca (pozytywna dla sektora) jest mało prawdopodobna.

### Pytanie 2 i 3

*Czy w razie niemożliwości ustalenia wiążącego strony kursu waluty obcej w umowie kredytu indeksowanego do takiej waluty umowa może wiązać strony w pozostałym zakresie?*

*Czy w razie niemożliwości ustalenia wiążącego strony kursu waluty obcej w umowie kredytu denominowanego w walucie obcej umowa ta może wiązać strony w pozostałym zakresie?*

Pytania 2 i 3 wynikają bezpośrednio z pytania pierwszego, tzn. co się dzieje z umową w przypadku w którym nie ma

możliwości ustalenia kursu walutowego w umowie. Zarówno w przypadku kredytów indeksowanych, jak i denominowanych są możliwe dwie opcje: odfrankowanie, czyli przeliczenie wstecz i dalsze rozliczanie umowy na zasadzie PLN + LIBOR CHF lub unieważnienie umowy kredytowej. Pierwsza z nich wiąże, się z nieco mniejszym kosztem dla sektora, ale z punktu widzenia banku portfel kredytów CHF zmienia się w portfel kredytów PLN z niskim oprocentowaniem (poniżej rynkowego) i jeśli weźmie się pod uwagę podatek bankowy, koszty obsługi, koszty ryzyka, prawdopodobnie z ujemną rentownością w obecnym otoczeniu. Drugą możliwością jest unieważnienie umowy kredytowej, co skutkuje kosztami w postaci spisania ekspozycji bilansowej oraz zwrotu pobranych rat odsetkowo-kapitałowych, co w zależności od odpowiedzi z kolejnych pytań może być pomniejszone o zwrot nominalnej wartości kredytu oraz ewentualną opłatę za korzystanie z kapitału. Formę rozliczenia między stronami (teoria salda vs teoria dwóch kondykcji) również ma ustalić jedno z następnych pytań. W orzecznictwie obowiązują zarówno wyroki orzekające odfrankowanie, jak i unieważnienie umowy, jednakże statystyka wyroków, jak i konsensus do tej pory bardziej składały się ku unieważnieniu.

O ile w przypadku przeczącej odpowiedzi na pierwsze pytanie, unieważnienie umowy kredytu indeksowanego jest bardziej prawdopodobne (bez kursu walutowego nie da się ustalić pierwotnej kwoty kredytu), to w przypadku kredytów denominowanych sprawa nie jest już tak oczywista, co stanowi pewien upside dla banków z większą ekspozycją kredytów denominowanych, czyli PKO (~90%), BNP (~43%), Pekao (99%).

### Pytanie 4

*Czy w przypadku nieważności lub bezskuteczności umowy kredytowej, w wykonaniu której bank wypłacił kredytobiorcy całość lub część kwoty kredytu, a kredytobiorca dokonywał spłat kredytu, powstają odrębne roszczenia z tytułu nienależnego świadczenia na rzecz każdej ze stron, czy też powstaje jedynie jedno roszczenie, równe różnicy spełnionych świadczeń, na rzecz tej strony, której łączne świadczenie miało wyższą wysokość?*

Jest to pytanie niezależne od pierwszych trzech, jednakże w kontekście kredytów frankowych jak najbardziej się łączy (zwłaszcza z pytaniem 2 i 3). Ma ono odpowiedzieć na pytanie, czy przy unieważnieniu umowy kredytowej w rozliczeniu między stronami należy stosować teorię salda, czy teorię dwóch kondykcji. Pierwsza z teorii zakłada, że rozliczana jest tylko różnica pomiędzy sumą wpłaconych rat, a nominalną wartością kredytu w celu wyrównania przepływów pieniężnych pomiędzy stronami. Teoria dwóch kondykcji natomiast przyjmuje, że występują oddzielne roszczenia tzn. w momencie unieważnienia umowy kredytowej bank zwraca klientowi sumę wpłaconych rat, natomiast o zwrot wypłaconego nominalu może się ubiegać w oddzielnym procesie. Oznaczałoby to, że z perspektywy banku, zwrot wypłaconego nominalu nie jest pewny, a nawet jeśli sąd w oddzielnym procesie nakaze zwrot udzielonej kwoty kredytu to nastąpi niedopasowanie czasowe w rozliczeniach. Podobnie jak w przypadku innych pytań orzecznictwo nie jest jednoznaczne w tej sprawie, jednakże ostatni wyrok SN (16 lutego) wskazał metodę dwóch kondykcji jako formę rozliczenia, dlatego uważamy, że jest to rozwiązanie bardziej prawdopodobne (z punktu widzenia banków bardziej preferowana jest metoda salda).

### Pytanie 5

*Czy w przypadku nieważności lub bezskuteczności umowy kredytowej z powodu niedozwolonego charakteru niektórych jej postanowień, bieg przedawnienia roszczenia banku o zwrot kwot wypłaconych z tytułu kredytu rozpoczyna się od chwili ich wypłaty?*

SN odpowiedzią na to pytanie ma ustalić, od którego momentu biegnie termin przedawnienia roszczeń banku o wypłaconą kwotę kredytu. Przypominamy, że wg obecnych przepisów w stosunkach B2C przedawnienie następuje po 3 latach od momentu rozpoczęcia biegu terminu przedawnienia w stosunku do roszczeń przedsiębiorcy i po 6 latach w stosunku do roszczeń konsumenta. Dotychczasowe orzecznictwo określało początek biegu terminu przedawnienia na moment wypłacenia kredytu przez bank, moment zakwestionowania przez kredytobiorcę umowy kredytowej, a także moment prawomocnego wyroku unieważniającego umowę kredytową. Pierwsza z tych opcji w połączeniu z unieważnieniem umowy oznaczałaby dla sektora tzw. opcję atomową, czyli maksymalne straty dla sektora, które wg KNF mogłyby przekroczyć 200 mld PLN. Biorąc pod uwagę, że w SN znajdują się również pytania od Rzecznika Finansowego, które w praktyce poruszają tę kwestię, spodziewamy się, że odpowiedź może być niejednoznaczna lub pozostawiająca pole do pewnej interpretacji, przez co na finalne rozstrzygnięcia będzie trzeba poczekać do 15 kwietnia, kiedy SN odpowie na pytania Rzecznika Finansowego.

### Pytanie 6

*Czy, jeżeli w przypadku nieważności lub bezskuteczności umowy kredytowej którejkolwiek ze stron przysługuje roszczenie o zwrot świadczenia spełnionego w wykonaniu takiej umowy, strona ta może również żądać wynagrodzenia z tytułu korzystania z jej środków pieniężnych przez drugą stronę?*

Uważamy, że pytanie o odszkodowanie za używanie kapitału jest jednym z najistotniejszych na marcowym posiedzeniu Sądu Najwyższego. Odpowiedź twierdząca powinna przyspieszyć proces ugodowy natomiast negatywna daje argumenty za tym aby takich ugód nie zawierać w ogóle. Jednocześnie zwracamy uwagę na formę pytania „Czy, jeżeli w przypadku nieważności lub bezskuteczności umowy kredytowej którejkolwiek ze stron przysługuje roszczenie o zwrot świadczenia spełnionego w wykonaniu takiej umowy, strona ta może również żądać wynagrodzenia z tytułu korzystania z jej środków pieniężnych przez drugą stronę?”, która nie sugeruje jednoznacznej odpowiedzi. Jeżeli odpowiedź na ww. pytanie będzie twierdząca, tzn. może ubiegać się, to naszym zdaniem nie oznacza automatycznie wygranych procesów przez banki w sądach niższej instancji, a jedynie możliwość ubiegania się o odszkodowanie. Oznaczać to może, że zarówno banki jak i klienci pozostaną w stanie niepewności, co spowoduje wzmożone zainteresowanie klientów propozycją KNF.

### Dotychczasowe wyroki dopuszczają żądanie o odszkodowanie

We wniosku Pierwszego Prezes Sądu Najwyższego (SN) znalazło się uzasadnienie dotyczące zasadności ubiegania się przez banki wynagrodzenia z tytułu korzystania z jej środków pieniężnych przez drugą stronę. W przykładach podanych przez Pierwszą Prezes czytamy, że do tej pory negatywne wyroki dla banków w tej materii zapadały przynajmniej w trzech sądach włączając w to Sąd Apelacyjny w Białymstoku, Sąd Okręgowy w Warszawie oraz Sąd Rejonowy dla Warszawa-Śródmieście. W wyrokach tych wskazywano, w skrócie, że nie ma podstawy prawnej do ubiegania się o odszkodowanie ponieważ umowa była nieważna, a strony powinny sobie zwrócić tylko to, co dokładnie sobie świadczyły. Z drugiej strony Pierwsza Prezes przywołuje 6 wyroków na korzyść banków w tej kwestii, a w tym wyrok Sądu Najwyższego oraz TSUE, ale nie dotyczący kredytów CHF. Sądy (w tym także rejonowy dla Warszawa-Śródmieście oraz Okręgowy dla Warszawy) wskazywały m.in., że banki mogą domagać się zadośćuczynienia ponieważ nie prowadziłyby to do ich wzbogacenia (banki i tak poniosłyby znaczącą karę), klienci banków mogli się wzbogacić poprzez

niepłacenie odsetek oraz jest to rażąco niesłuszne przy uwzględnieniu sytuacji innych podmiotów, które pozostają w stosunkach kredytowych. Warto nadmienić, że negatywne dla banków orzecznictwo miało miejsce w lutym 2020 r. oraz 8 października 2019 r., zaś pozytywne dotyczyło lat 2018-2019 (SN grudzień 2019). W podsumowaniu SN zauważył, że sposób rozwiązania sporu o używanie kapitału może mieć kluczowe znaczenie dla decyzji konsumenta, co do kwestionowania mocy wiążącej umowy kredytowej zawierającej niedozwolone postanowienie umowne. Wniosek? Uważamy, że ilość dotychczasowych wyroków wspiera pozycję sektora bankowego, chociaż ostatnie werdykty były skrajnie nieprzychylnie. Brak możliwości ubiegania się o zwrot za używanie kapitału doprowadzi naszym zdaniem nie tylko do fiaska dobrowolnej konwersji zaproponowanej przez KNF, ale również znacząco podwyższyłoby oczekiwania odnośnie strat związanych z ryzykiem prawnym portfela CHF w całym sektorze.

### (-) Wyrok Sądu Apelacyjnego w Białymstoku (20 luty 2020) - ACa 635/19

- Dochodzenie o odszkodowanie jest bez podstawy prawnej.
- Sąd zdecydowanie odrzucił tę koncepcję, podkreślając, że prowadziła ona do „reaktywacji” umowy w zakresie należnych odsetek. Dodano, że roszczenie restytucyjne nie jest zobowiązaniem pieniężnym, a w konsekwencji nie należą się odsetki.

### (-) Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie (5 luty 2020) - XXV C 1669/16

- Oddalono roszczenie banku o zapłatę kwot przewyższających wysokość udzielonego kredytu.
- Brak podstawy prawnej, bo między stronami nie było ważne zawartej umowy.
- Należy tę sytuację oceniać analogicznie, jak skutki każdego zdarzenia powodującego nieważność umowy ex tunc.
- W uzasadnieniu wyrok SN z 1995 r. gdzie sąd przyjął, że strony mają sobie zwrócić tylko to, co dokładnie sobie świadczyły.

### (-) Wyrok Sądu Rejonowego dla Warszawy Śródmieście (8 października 2019) - I C 985/17

- Brak jest podstawy prawnej do żądania przez bank wynagrodzenia, ponieważ przepisy o bezpodstawnym wzbogaceniu pozwalają jedynie na żądanie zwrotu spełnionego świadczenia, a świadczeniem banku jest wyłącznie wypłacona kwota kredytu.
- W uzasadnieniu dostrzeżono, że uwagi te stosują się do analogicznego roszczenia, jakiego mogliby dochodzić kredytobiorcy w związku z bezpodstawnym korzystaniem przez bank z ich kapitału.

### (+) Sąd Najwyższy (11 grudnia 2019) - V CSK 382/18

- Sąd Najwyższy nie wykluczył możliwości domagania się przez strony zapłaty wynagrodzenia z tytułu postawionego do dyspozycji kapitału.
- Zauważono, że dopuszczenie wnoszenia skutecznie takiego żądania przez bank nie prowadziłyby a limine do uniknięcia przez niego negatywnych konsekwencji wynikających z wprowadzenia do umowy postanowienia niedozwolonego, gdyż wysokość wynagrodzenia byłaby co do zasady istotnie niższa od wysokości świadczeń spełnianych przez kredytobiorcę.
- Roszczenie banku z tego tytułu nie byłoby zabezpieczone, bowiem wskutek nieważności umowy doszłoby do upadku wszystkich ustanowionych na jej podstawie zabezpieczeń akcesoryjnych, a zatem w relacji między bankiem a kredytobiorcą ryzyko banku byłoby większe niż w przypadku, gdy strony wiązała umowa zawierająca wspomniane niedozwolone postanowienie.

**(+) TSUE (7 listopada 2019) - C-349/18**

- Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen (NMBS) przeciwko Mbutuku Kanyeba.
- Stwierdzono w nim, że zgodnie z art. 1 ust. 1 Dyrektywy 93/13 celem tej dyrektywy jest zbliżenie przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych państw członkowskich odnoszących się do nieuczciwych warunków w umowach zawartych między przedsiębiorcą a konsumentem i że nie zawiera ona żadnych przepisów dotyczących odpowiedzialności pozaumownej.

**(+) Sąd Okręgowy w Warszawie (26 marca 2019) - II C 485/17**

- Trudno oczekiwać, aby kredytobiorca, w tym konsument, miał obowiązek zwrócić bankowi wyłącznie kapitał.
- Z uwagi na istotę działania banku oraz istotę umowy kredytu oczywiste jest, że pozwany winien otrzymać zwrot kapitału wraz wynagrodzeniem.

**(+) Sąd Okręgowy w Warszawie (29 listopada 2018) - II C 315/17**

- Nie można pomijać pełnego spektrum skutków nieważności umowy kredytu. Obejmuje ono bowiem zarówno potencjalną kondycję w zakresie świadczenia nominalnego otrzymanego od banku, ale i również ewentualną jego waloryzację stosownie do wartości pieniądza w chwili zwrotu.

**(+) Sąd Rejonowy dla Warszawa-Śródmieście (19 kwietnia 2018) - VI C 1340/17**

- Fakt korzystania przez powodów z kapitału bez wynagrodzenia uiszczanego pod postacią prowizji i odsetek kapitałowych może zostać uznany za źródło ich wzbogacenia (odpowiadającego uczciwemu kosztowi pozyskania kapitału), którego zwrotu, jako bezpodstawnego, bank mógłby się od nich domagać.

**(+) Sąd Okręgowy w Warszawie (18 grudnia 2018) - XXV C 2576/18**

- Ogólnie przyjętą zasadą jest, że korzystanie z środków udostępnionych przez bank wiąże się z koniecznością ich zwrotu, jak i koniecznością uiszczenia na rzecz banku odpowiedniego wynagrodzenia.
- Brak uiszczenia zapłaty, byłby rażąco niesłuszny przy uwzględnieniu sytuacji innych podmiotów, które pozostają w stosunkach kredytowych.

**Prezes NBP uważa, że odszkodowanie jest zasadne, a Prezes UOKiK, że nie**

Decyzja Sądu Najwyższego jest niezależna, ale pewien wpływ mogą mieć na nią opinie dochodzące z jednej strony z NBP (za odszkodowaniem), a z drugiej z UOKiK (przeciw odszkodowaniu). Prezes Narodowego Banku Polskiego Adam Glapiński stwierdził, że „(...)Z punktu widzenia czystej ekonomii, oddanie kapitału do czasowego korzystania co do zasady łączy się z wynagrodzeniem, ze względu na występowanie zmian wartości pieniądza w czasie. W przypadku wieloletnich kredytów, jakimi są kredyty mieszkaniowe, zwrot wyłącznie otrzymanej nominalnej kwoty kapitału oznaczałby, że kredytobiorca korzystający z udostępnionego kapitału oddawałby realnie znacznie mniej niż otrzymał. Jednocześnie bank przez cały czas musiał te kredyty finansować, ponosząc przy tym koszty. W kategoriach stricte ekonomicznych sprawa wynagrodzenia za korzystanie z kapitału wydaje się bezsporna. Spierać powinno się o to, ile powinno wynosić to wynagrodzenie (...)”. Z drugiej strony Prezes UOKiK Tomasz Chróstny stoi na zupełnie odmiennym stanowisku i uważa, że „(...) Stanowisko UOKiK w sprawie opłat za korzystanie z kapitału nie uległo zmianie. Pobieranie opłat za korzystanie z kapitału w razie unieważnienia umowy z powodu klauzul niedozwolonych nie ma podstaw prawnych na gruncie prawa polskiego i unijnego

(...)”. Co ważne, KNF rozpoczął już współpracę z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów szukając formuły, która pozwoli zrealizować te założenia i zagwarantować ochronę praw konsumentów. Zdaniem szefa KNF akceptacja UOKiK dla wdrożonego rozwiązania będzie stanowiła kluczowy czynnik jego powodzenia oraz może być uzyskana jedynie wówczas, gdy rozwiązanie to będzie zapewniało odpowiedni poziom ochrony interesów konsumentów. Uważamy, że w całej dyskusji na temat rozwiązania kwestii CHF nie można zlekceważyć wywiadu z 2020 r. Pierwszej Sędzi SN. W wywiadzie stwierdziła, że „(...) Warto poszukiwać rozwiązań również w pozasądowych, a przez to znacznie bardziej elastycznych formach rozstrzygnięcia sporów, które mogą dawać rozwiązania szybsze i bardziej satysfakcjonujące ekonomicznie obie strony tych sporów (...)”.

**Uważamy, że SN odpowie twierdząco na pkt 6 ponieważ:**

1. Sądowe przykłady przytoczone przez Pierwszą Prezes Sądu Najwyższego wskazywały w większości, że ubieganie się o odszkodowanie przez stronę bankową jest zasadne.
2. Sąd Najwyższy w wyroku z grudnia 2019 roku nie wykluczył możliwości domagania się przez strony zapłaty wynagrodzenia z tytułu postawionego do dyspozycji kapitału.
3. Brak odszkodowania powoduje nierówność społeczną.
4. Twierdzący werdykt nie powoduje automatycznej wygranej banku przed sądem, a jedynie daje mu możliwość procesu w sądach niższej instancji. Z kolei negatywny werdykt powoduje, że kredytobiorcy bez obaw pozywają sektor bankowy, co powinno zwiększyć ich partycypację w procesach sądowych, a co za tym idzie wywinduje koszt dla sektora do około 100 mld PLN, co stanowić może nawet zagrożenie dla stabilności finansowej.
5. Pierwsza Sędzi Sądu Najwyższego wskazała w listopadzie 2020 roku, że należy szukać rozwiązań pozasądowych, które będą bardziej satysfakcjonujące ekonomicznie dla obu stron sporu.
6. Wsparciem dla pozytywnego orzeczenia dla sektora jest autorytet NBP, który uważa, że odszkodowanie jest należne.

**Dogrywka ws. przedawnienia po pytaniach Rzecznika Finansowego**

*Czy w przypadku: a) stwierdzenia przez sąd nieważności umowy kredytu denominowanego lub indeksowanego w walucie obcej lub b) uznania za niedozwolone postanowień umownych przewidujących indeksację kredytu do waluty obcej, gdzie po usunięciu z niej postanowień niedozwolonych umowa kredytu nie może być dalej wykonywana, stronom umowy przysługują roszczenia, o których mowa w przepisie art. 410 § 2 k.c. w zw. z art. 405 k.c.?” W przypadku odpowiedzi pozytywnej na powyższe pytanie: "Czy świadczenia nienależne stron powstają w wyniku: a) odpadnięcia podstawy prawnej (conditio causa finita), czy też b) nieważności czynności prawnej zobowiązującej do świadczenia (conditio sine causa)?"*

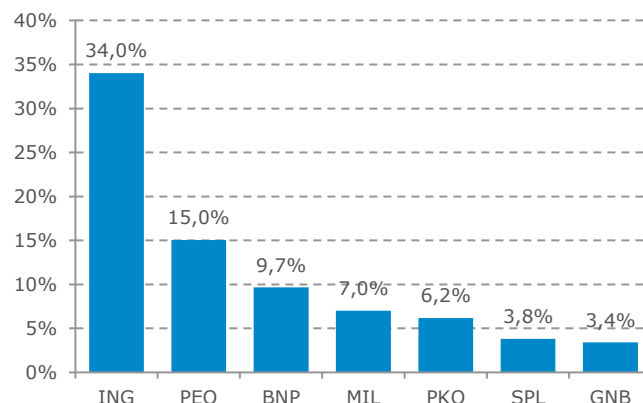
Oprócz uchwały 13 kwietnia, która będzie odpowiedzią na pytania zadane Izbie Cywilnej w pełnym składzie, w SN znajdują się jeszcze pytanie od Rzecznika Finansowego, na które ma odpowiedzieć SN w siedmioosobowym składzie, co oznacza, że orzeczenie może mieć moc prawą (ale nie musi), termin niejawnego posiedzenia jest wyznaczony na 15 kwietnia. Pytanie Rzecznika Finansowego. W teorii pytanie RF ma odpowiedzieć na jakiej podstawie powstają świadczenia nienależne stron, w praktyce jest to jednak pytanie o bieg terminu przedawnienia. Jeżeli nienależne świadczenia wynikają z odpadnięcia podstawy prawnej, to bieg

przedawnienia będzie liczony od momentu prawomocnego wyroku stwierdzającego nieważność umowy. Natomiast jeżeli świadczenia wynikają z nieważności czynności prawnej oznaczać to będzie, że bieg przedawnienia powinien być liczony od momentu wypłaty kredytu. Oznacza to, że orzeczenie 13 kwietnia zlikwiduje tylko część niepewności w orzecznictwie, a na pełen obraz zainteresowane strony będą musiały czekać do 15 kwietnia. W przypadku braku orzeczenia 13 kwietnia, uważamy, że możliwe jest, iż SN na posiedzeniu 15 kwietnia odniesie się do wcześniej zadanych pytań i wątpliwości w orzecznictwie, co zmniejszy „frankową niepewność”.

### Co z Getinem?

Przy wszystkich rozważaniach dotyczących rozwiązania frankowego problemu nie można zapominać o sytuacji Getin Noble Banku. Rezerwy na sprawy CHF w wysokości 110 mln PLN, regularna amortyzacja części kapitałów w związku z implementacją IFRS 9, oraz utworzenie rezerwy na przewidywaną w 1Q'21 składkę KNF, sprawiły, że w lutym 2021 roku wskaźnik TCR banku znalazł się na poziomie 7,5%, czyli poniżej minimalnego wymogu CRR (8%), zakładamy że współczynnik Tier 1 w tym samym momencie znajduje się tuż nad minimalnymi wymogami (6%). Na koniec 3Q'20 stosunek rezerw na ryzyko prawne związane z portfelem CHF w porównaniu do portfela kredytów CHF wyniósł około 1,8%, biorąc pod uwagę rezerwy dowiązane w 4Q'20 spodziewamy się, że obecnie ta relacja wynosi około 3%. Jest to jednak nadal poniżej rynkowych poziomów. Getin musiałby dowiązać jeszcze 200-300 mln PLN, żeby osiągnąć poziomy zbliżone jak w innych bankach. Niestety, w obecnym otoczeniu GNB nie ma przestrzeni w RZiS na tego typu rozwiązania. Oczywiście nie możemy wykluczyć, że kredyty hipoteczne znajdujące się na bilansie GNB różnią się w konstrukcji od analogicznych kredytów konkurencji, przez co ryzyko prawne jest mniejsze, wydaje nam się jednak, że jest to optymistyczne założenie.

### Poziom obrezerwowania portfela kredytów hipotecznych CHF na koniec 2020\*



Źródło: Banki, mBank, \*w przypadku BNP bez portfela czysto FX

Sytuacja kapitałowa nie pozwala Getinowi na oferowanie klientom ugód w formie zaproponowanej przez KNF ze względu na relatywnie zbyt duże koszty. Naszym zdaniem, jeżeli masowe ugody z klientami staną się rynkową normą, GNB pozostanie outsiderem, który w dalszym ciągu będzie zawiązywał kwartalne rezerwy na ryzyko prawne powiązane z portfelem CHF. W skrajnym przypadku, w odpowiedzi na rynkowe realia, audytor może nakazać zawiązanie rezerw, których wielkość zepchnie kapitały GNB mocno poniżej wymogów CRR, co będzie oznaczać, że bank wpadnie w obszar zainteresowania BFG. Podtrzymujemy więc nasze zdanie z ostatniego raportu, że przymusowa restrukturyzacja Getinu może być nieunikniona w średnim lub długim terminie, jeżeli nie znajdą się podmioty skłonne do silnego dokapitalizowania banku.



**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/IBV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalenty  
**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 Biura 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. 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, Sygnity, 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 Biuro maklerskie 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, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOS, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, Gaming Factory S.A., GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Opono.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura 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 Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji w 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 Biura 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.



**mBank S.A.**  
Prosta 18  
00-850 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)  
banki, 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)

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

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

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)