

czwartek, 22 kwietnia 2021 | komentarz specjalny

## Banki: Prognoza wyników kwartalnych

### Banki, CEE

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

**Postrzegamy wyniki za 1Q'21 pozytywnie. Oczekujemy, że sektor bankowy (bez PKO BP) w Polsce zdecydowanie poprawi wyniki w ujęciu kwartalnym (+18%), ale głównie ze względu na spadające rezerwy na ryzyko prawne (CHFy). Z raportów bieżących banków wiemy, że rezerwy na kredyty walutowe wzrosną Q/Q w Millennium oraz utrzymają się na podobnym poziomie w Santanderze. Z drugiej strony prognozujemy lekki spadek w BNP oraz znaczący w Pekao i ING, co sumarycznie da pozytywny efekt niższych rezerw o 37% Q/Q. Jednocześnie oczekujemy, że banki zraportują płaską kwartalną dynamikę wyniku odsetkowego ze względu na bardzo słabe wolumeny kredytowe w 1Q'21, lekki spadek wyniku prowizyjnego (-4%) z rekordowo wysokim poziomem w 4Q przy nadal mocnej dynamice w ujęciu R/R, oraz wzrost salda rezerw o 7% (ex-franki). Dynamika kosztów w ujęciu R/R powinna być bardzo korzystna (-7% R/R) ze względu na niższe opłaty BFG, średnio o 30%. Należy jednocześnie zauważyć, że lekki wzrost salda rezerw w ujęciu kwartalnym (+7%) nie powinien niepokoić ponieważ w ujęciu rocznym spada on aż o 27%, co podkreśla nadal bardzo dobrą jakość aktywów. Taka kompozycja wyników powinna przełożyć się na lekki spadek wyniku netto R/R (-3%), co uważamy, za świetny rezultat biorąc pod uwagę znacznie niższe środowisko stóp procentowych. Utrzymanie wysokiej jakości kredytów oraz bardzo silny wynik prowizyjny dają nadzieję na dynamiczne odbicie sektora w 2021 roku (ex-franki). Uważamy, że wysokości rezerw na kredyty CHF w 1Q'21 nie mają dużego znaczenia ponieważ w naszym bazowym scenariuszu „ugodowym”, oczekujemy znacznie wyższych rezerw w pozostałej części roku.**

**W bankach zagranicznych trendy polskiego sektora powinny być powtórzone. Z jednej strony oczekujemy płaskiego wyniku odsetkowego, ale z drugiej dobrej jakości aktywów, która pchnie koszt ryzyka w dół. Banki również będą księgować jednorazowe koszty restrukturyzacyjne w 1Q, a dodatkowo w przypadku Erste pojawi się jednorazowa opłata na podatek bankowy na Węgrzech.**

**Na tle sektora wyróżniamy wyniki Banku Handlowego, który zrealizuje jednorazowy zysk z papierów wartościowych, BNP z bardzo dobrą jakością aktywów (CoR na dół 57% Q/Q) oraz Erste Bank, który pomimo obciążenia regulacyjnych i sezonowo najsłabszego kwartału w roku zrealizuje 23% naszej prognozy rocznej.**

### Bank Pekao

- Zraportuje wyniki 6 maja.
- Oczekujemy presji na zysk netto, głównie ze względu na koszty jednorazowe zwolnień grupowych (120 mln PLN) oraz jednorazowe koszty BFG.
- Oczekujemy płaskiej kwartalnej dynamiki zysku odsetkowego ze względu na niską sprzedaż kredytów.
- Słaba sprzedaż kredytów przełoży się na spadek wyniku prowizyjnego o 5% Q/Q chociaż w ujęciu rocznym dynamika pozostaną dodatnie.
- Oczekujemy utrzymania wysokiej jakości aktywów i spadku salda rezerw o 22% R/R.
- Rezerwy na kredyty CHF szacujemy na 30 mln PLN po znaczącym odpisie w 4Q na poziomie 332 mln PLN.

- Uważamy, że wyniki za 1Q'21 będą zgodne z trendami sektorowymi i powinny zostać odebrane neutralnie. W całym roku oczekujemy, że Bank Pekao zwiększy rezerwy na kredyty CHF o około 0,3 mld PLN.

### Bank Pekao: Prognoza wyników

(mIn PLN)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 205	1 205	0%	-16%	22%
Wynik prowizyjny	626	656	-5%	2%	25%
WNDB	1 863	1 951	-5%	-10%	23%
Koszty operacyjne	-1 139	-875	30%	-9%	29%
Saldo rezerw	-256	-224	14%	-22%	24%
Rezerwy na CHF	-30	-332	-91%	-	8%
Zysk netto	172	185	-7%	-8%	12%

Źródło: Bank Pekao, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

### Santander Bank Polska

- Santander zraportuje wyniki 28 kwietnia.
- Bank w komunikacie bieżącym podał, że zawiąże 194,6 mln PLN rezerw na kredyty walutowe w 1Q'21. Dodatkowo koszty jednorazowe BFG wyniosą w 1Q'21 154,1 mln PLN.
- Sprzedaż udziału Santander w Aviva do Allianz powinno mieć pozytywny wpływ (450 mln PLN) na kapitały własne.
- Oczekujemy, że saldo rezerw spadnie w banku o 11% Q/Q oraz 12% R/R, co potwierdzi dobrą jakość aktywów.
- Oczekujemy lekkiego spadku wyniku podstawowego zarówno po stronie wyniku odsetkowego (-0,6% Q/Q) jak i prowizyjnego (-1,5% Q/Q).
- Uważamy, że wyniki nie będą miały znaczącego wpływu na notowania Santander. W całym roku oczekujemy znaczącej straty netto związanej z przystąpieniem banku do programu ugód.

### SPL: Prognoza wyników

(mIn PLN)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 403	1 411	-1%	-14%	24%
Wynik prowizyjny	561	569	-1%	4%	25%
WNDB	2 115	2 182	-3%	-6%	24%
Koszty operacyjne	-1 028	-993	4%	-12%	-29%
Saldo rezerw	-409	-457	-11%	-12%	29%
Rezerwy na CHF	-195	-209	-7%	-	7%
Zysk netto	117	82	43%	-32%	-

Źródło: SPL, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

### ING BSK

- ING zraportuje wyniki 6 maja.
- Oczekujemy pozytywnej dynamiki wyników na poziomie +1% Q/Q i +19% R/R, głównie ze względu na niższe rezerwy CHF, ale również na dynamiczny wzrost wyniku prowizyjnego R/R i spadek rezerw ECL.
- Bank zanotuje dość wysokie koszty BFG, które wzrosną R/R, co jest negatywną niespodzianką biorąc pod uwagę spadek stawki na rynku o c.30%
- Zgodnie z trendami sektorowymi oczekujemy kwartalnego spadku wyniku odsetkowego (-0,6% Q/Q) i prowizyjnego (-9,7% Q/Q, ale +9% R/R).
- Zaskakujące może być również saldo rezerw, które wzrośnie o 138% Q/Q, ale będzie to podyktowane zmianami modelowymi w prognozach makro.

- Podsumowując oceniamy wyniki pozytywnie. ING zrealizuje aż 19% naszej prognozy rocznej i to pomimo sezonowych obciążeń.

#### ING BSK: Prognoza wyników

(mln PLN)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 147	1 154	-1%	-1%	24%
Wynik prowizyjny	390	432	-10%	9%	25%
WNDB	1 569	1 600	-2%	1%	25%
Koszty operacyjne	-795	-682	17%	3%	28%
Saldo rezerw	-196	-83	138%	-33%	28%
Rezerwy na CHF	0	-240	-	-	0%
Zysk netto	318	314	1%	19%	19%

Źródło: ING BSK, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

#### Bank Millennium

- Bank Millennium zaraportuje wyniki 4 maja.
- Oczekujemy, że bank poniesie stratę netto w wysokości 357 mln PLN, głównie za sprawą rezerwy na kredyty frankowe w wysokości 511 mln PLN.
- Na plus w wynikach widzimy dalszy wzrost wyniku prowizyjnego o 5% Q/Q i 4% R/R, koszty pod kontrolą (-5% R/R) oraz znaczący spadek salda rezerw (ex-franki).
- Odbieramy wyniki lekko negatywnie. Przy braku przystąpienia do programu ugód obecne wyniki zwiastują znaczące rezerwy w kolejnych kwartałach, a co za tym idzie straty netto. W naszym bazowym scenariuszu Millennium zaksięguje rezerwy CHF w wysokości 3,6 mld PLN w 2021 roku i uwolni się od znaczących rezerw w kolejnych latach.

#### Bank Millennium: Prognoza wyników

(mln PLN)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	622	621	0%	-8%	25%
Wynik prowizyjny	202	193	5%	4%	27%
WNDB	937	1 022	8%	-1%	26%
Koszty operacyjne	-492	-418	-18%	-5%	26%
Saldo rezerw	-91	-105	-13%	-53%	16%
Rezerwy na CHF	-511	-416	23%	824%	14%
Zysk netto	-357	-109	227%	-	12%

Źródło: Bank Millennium, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

#### BNP Paribas Bank Polska

- BNP zaraportuje wyniki 13 maja.
- Oczekujemy, że wyniki będą pod wpływem zawiązania rezerw na kredyty CHF (-76 mln PLN) i rozwiązania rezerw ECL na COVID-19.
- Wynik na działalności podstawowej będzie zgodny z trendami rynkowymi, czyli niższy Q/Q (odsetkowy -2% Q/Q, a prowizyjny -3% Q/Q).
- Oczekujemy, że saldo rezerw ex-Franki wyniesie 85 mln PLN, -22% Q/Q i -57% R/R, wsparte przez częściowe rozwiązanie rezerw ECL.
- Oceniamy, że wyniki mogą mieć pozytywny wpływ na notowania. Nasza prognoza zysku netto na poziomie 154 mln PLN stanowi aż 25% naszej prognozy rocznej, co naszym zdaniem będzie świetnym startem w rok.

#### BNP Paribas BP: Prognoza wyników

(mln PLN)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	734	747	-2%	-9%	24%
Wynik prowizyjny	249	258	-3%	21%	25%
WNDB	1 236	1 307	-5%	-6%	25%
Koszty operacyjne	-692	-625	11%	-6%	24%
Saldo rezerw	-85	-109	-22%	-57%	19%
Rezerwy na CHF	-76	-102	-25%	573%	14%
Zysk netto	154	167	-8%	34%	25%

Źródło: BNPPPL, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

#### Bank Handlowy

- Bank Handlowy zaraportuje wyniki 29 kwietnia.
- Wynik kwartału będą dotknięte przez jednorazowy wynik na dłużnych papierach wartościowych w wysokości 456 mln PLN oraz przez koszty BFG w wysokości 65 mln PLN.
- Bank odnotuje spadek wyniku odsetkowego o 3% Q/Q oraz prowizyjnego o 5% Q/Q.
- Z drugiej strony oczekujemy, że bardzo dobra jakość portfela potwierdzona będzie przez niskie saldo rezerw (36 mln PLN, -61% R/R).
- Traktując Bank Handlowy jako spółkę dywidendową, odbieramy wyniki za 1Q'21 pozytywnie. Bank zrealizuje 51% naszej prognozy rocznej.

#### Bank Handlowy: Prognoza wyników

(mln PLN)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	214	221	-3%	-29%	24%
Wynik prowizyjny	151	158	-5%	7%	25%
WNDB	910	518	76%	70%	38%
Koszty operacyjne	-350	-276	27%	-7%	29%
Saldo rezerw	-36	-12	201%	-61%	28%
Zysk netto	372	-58	-	1312%	51%

Źródło: Bank Handlowy, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

#### Erste Group

- Erste Group zaraportuje wyniki 30 kwietnia.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 310,6 mln EUR, +113% Q/Q i 32% R/R.
- Z jednej strony w 1Q'21 wynik odsetkowy pozostanie płaski w ujęciu kwartalnym, ale z drugiej wynik prowizyjny powinien wzrosnąć 3% R/R.
- Wyniki powinny być wsparte przez spadek salda rezerw aż o 77% Q/Q do 97 mln EUR.
- Oczekujemy wzrostu kosztów, który spowodowany będzie głównie przez opłatę resolution, ale także jednorazowe koszty podatku bankowego na Węgrzech.
- Podsumowując, oceniamy wyniki pozytywnie szczególnie po stronie salda rezerw, które stanowią zaledwie 12% naszej prognozy rocznej.

#### Erste Group: Prognoza wyników

(mln EUR)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	1 180	1 186	-1%	-4%	24%
Wynik prowizyjny	521	528	-2%	3%	25%
WNDB	1 812	1 828	-1%	12%	25%
Koszty operacyjne	-1 117	-1 097	2%	1%	27%
Saldo rezerw	-97	-425	-77%	58%	12%
Zysk netto	311	146	113%	32%	23%

Źródło: Erste Group, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

**Komerčni Banka**

- Komerčni Banka zaraportuje wyniki 6 maja.
- Oczekujemy, że wyniki dobrze wpisują się w naszą prognozę roczną jak i trendy sektorowe.
- Z jednej strony oczekujemy płaskiego wyniku odsetkowego i wzrostu prowizyjnego (+3% Q/Q).
- Oczekujemy także powolnej normalizacji kosztu ryzyka, a co za tym idzie spadku o 25% Q/Q.
- Wyniki będą dotknięte przez koszty resolution.
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki.

**KB: Prognoza wyników**

(mln CZK)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	5 230	5 262	-1%	-11%	24%
Wynik prowizyjny	1 391	1 350	3%	3%	25%
WNDB	7 395	7 318	1%	-6%	24%
Koszty operacyjne	-4 409	-3 562	24%	0%	29%
Saldo rezerw	-872	-1 170	-25%	466%	23%
Zysk netto	1 707	2 074	-18%	-36%	18%

Źródło: KB, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

**Moneta Money Bank**

- Moneta Money Bank zaraportuje wyniki 29 kwietnia.
- Oczekujemy zysku netto na poziomie 651 mln CZK, -5% Q/Q oraz -11% R/R.
- Wyniki będą dotknięte przez koszty resolution co między innymi spowoduje wzrost kosztów operacyjnych o 3,5% Q/Q.
- Saldo rezerw powinno pozostać bez zmian w ujęciu kwartalnym.
- Ogólnie uważamy, że wyniki nie powinny mieć znaczącego wpływu na notowania. Po pierwszym kwartale MMB jest na dobrej drodze do realizacji naszej prognozy rocznej.

**MMB: Prognoza wyników**

(mln CZK)	1Q'21	4Q'20	q/q	r/r	YTD*
Wynik odsetkowy	2 092	2 113	-1%	2%	24%
Wynik prowizyjny	481	482	0%	-1%	24%
WNDB	2 731	2 744	0%	-7%	24%
Koszty operacyjne	-1 424	-1 376	3%	15%	26%
Saldo rezerw	-451	-475	-5%	-34%	20%
Zysk netto	651	685	-5%	-11%	22%

Źródło: MMB, mBank \*wykonanie prognozy rocznej

**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

**PRZWAŻENIE (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 wynosi 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, Sygnyty, 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/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_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, Sygnyty, 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, Answear, Assec Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Developer, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprez, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyty, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vistal Gdynia, Witichen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Assec 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/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 Biurze 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 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)