

środa, 7 lipca 2021 | komentarz specjalny

Banki: Podsumowanie opinii ws. kredytów CHF

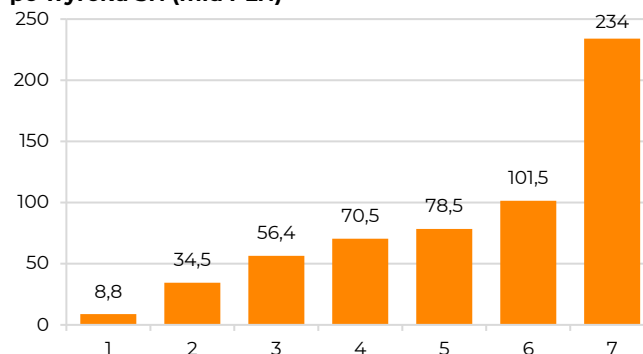
Banki, Polska

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

W niniejszym komentarzu przedstawiamy podsumowanie opinii rzeczników (Finansowego, Praw Dziecka i Praw Obywatelskich), KNF i NBP na temat 6 pytań dotyczących kwestii kredytów frankowych i zadanych przez Pierwszą Prezes Sądu Najwyższego. Przedstawione opinie są zgodne z naszymi przewidywaniami (komentarz specjalny z dnia 12 maja) i uważamy, że nie były także zaskoczeniem dla rynku. Według naszej interpretacji przedstawionych dokumentów, opinie Rzecznika Praw Obywatelskich (RPO) i Finansowego (RF) implikują scenariusz około 100 mld PLN kosztów dla sektora (anulacja umów bez możliwości ubiegania się o odszkodowanie za używanie kapitału), zaś opinie Prezesa NBP czy Rzecznika Praw Dziecka (RPD), dość zaskakująco, wskazują na scenariusz 9 mld PLN (zastąpienie klauzul abuzywnych kursem NBP), który my nadal uważamy za bardzo mało prawdopodobny. Z kolei KNF wskazuje na trzecią drogę czyli zaproponowane już wcześniej przez urząd ugody frankowe. Ważne, że praktycznie wszyscy odrzucają scenariusz przedawnienia co wyklucza tzw. opcję atomową (>200 mld PLN). Zgodnie z oczekiwaniami, KNF oraz NBP w przeciwieństwie do reszty uznają, że banki powinny mieć prawo do ubiegania się o odszkodowanie za używanie kapitału. Pierwsza Prezes wskazała, że spotkanie Sądu Najwyższego odbędzie się dopiero we wrześniu i do tego czasu oczekujemy względnego spokoju w temacie, pomijając wypowiedzi Zarządów po wynikach za 2Q'21. Dość rozczarowujące są ostatnie doniesienia prasowe dotyczące PKO BP, które wskazują, że bank zaoferuje ugody dopiero na jesieni ze względu na potrzebę włączenia do oferty ugodowej kredytu hipotecznego o stałej stopie. Oczekiwaliśmy, że rozpoczęcie masowego procesu ugodowego zdopinguje pozostałych uczestników rynku do podjęcia decyzji. Do zaproponowania ugód coraz bardziej naciska także KNF poprzez zaostrzenie polityki dywidendowej dla banków frankowych oraz ostrzegając aby nie czekać z podjęciem decyzji na wyrok SN ponieważ obecnie są bardzo sprzyjające warunki do zawierania porozumień z klientami. Prezes BFG wskazał w wywiadzie dla DGP, że obecnie do ugód przygotowują się trzy banki zabezpieczając pozycję walutową. Dwa z nich (PKO BP i BOŚ) publicznie wyraziły ochotę do przystąpienia do systemu ugód zaś trzeci pozostaje zagadką.

Naszym zdaniem wrześniowe spotkanie SN może się nie odbyć w ogóle ze względu na kontrowersje przy wyborze nowych sędziów Izby Cywilnej jak i samej Prezes, co w swojej opinii również wielokrotnie podkreślał RPO. Niemniej jednak uważamy, że przy braku orzeczenia SN czy kolejnych opóźnieniach nasz scenariusz ugodowy dla sektora jest nadal jak najbardziej prawdopodobny. Uważamy, że banki najpóźniej zaksięgują jednorazowe straty w 4Q'21, na wzór PKO BP w 2020 roku. Cały czas odrzucamy skrajne scenariusze (9-234 mld PLN), a za pesymistyczny scenariusz bierzemy anulację umów kredytowych, rozliczenie przez dwie kondykcje i brak możliwości ubiegania się przez bank o odszkodowanie za używanie kapitału (101,5 mld PLN). W komentarzu przedstawiamy 6 pytań postawionych przed SN i opinie ww. rzeczników i instytucji nadzoru.

Koszty poszczególnych scenariuszy*, które mogą powstać po wyroku SN (mld PLN)

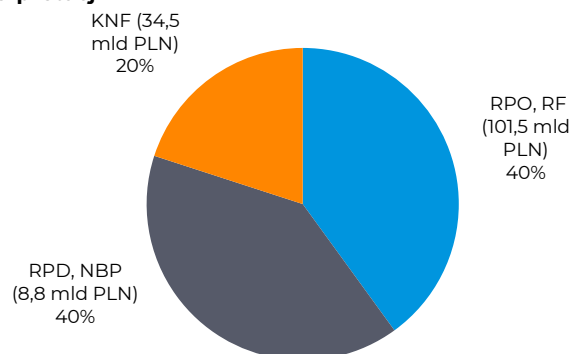


*Scenariusze:

1. Zastąpienie klauzul abuzywnych przez kurs NBP
2. Ugody KNF
3. Anulacja + zwrot za używanie kapitału (WIBOR + marża)
4. Anulacja + zwrot za używanie kapitału (WIBOR)
5. Odfrankowanie z Liborem
6. Anulacja przez zwrot za używanie kapitału
7. Anulacja z przedawnieniem

Źródło: KNF, mBank

Rozkład opinii na poszczególne scenariusze według naszej interpretacji



Źródło: KNF, mBank

1. Czy klauzule abuzywne można zastąpić średnim kursem NBP?

- **RPD** – Tak, ponieważ inne rozstrzygnięcie prowadziłoby do ograniczenia praw strony powodowej do określenia żądania wobec Sądu rozstrzygnięcia powództwa, którego treść kształtuje powód. Prowadziłoby to do ograniczenia prawa do Sądu -art. 45 ust. 1 Konstytucji.
- **RF** – Nie, RF nie widzi możliwości uzupełnienia luki w umowie kredytu indeksowanego lub denominowanego. Wg TSUE taką lukę można tylko uzupełnić w oparciu o dyspozytywne przepisy prawa lub przepisy mające zastosowanie. RF jednak nie znajduje w polskim prawie takich przepisów. W szczególności RF nie widzi możliwości zastosowania średniego kursu NBP. Opinia została wydana na podstawie wyroku TSUE w sprawie Dziubak przeciwko Raiffeisen.
- **RPO** – Nie. Nie można uzupełnić luk powstałych po wyeliminowaniu abuzywnych klauzul. Ponadto, zdaniem Rzecznika, klauzula, która przewiduje przeliczenie franków po średnim kursie NBP i obciążenie konsumenta całym ryzykiem kursowym, w świetle praktyk stosowanych przy zawieraniu umów kredytu obciążonych ryzykiem

walutowym w Polsce i orzecznictwa TSUE, powinna zostać uznana za abuzywną. Utrzymanie umowy może nastąpić jedynie za zgodą konsumenta. W świetle tego, RPO uważa, że zastąpienie klauzul średnim kursem NBP jest niedopuszczalne.

- **KNF** - KNF nie odpowiada wprost na to pytanie, ponieważ nie odnosi się w swojej analizie do kwestii prawnych, jednakże przedstawia opinię, że normą rynkową jest posługiwanie się przez banki własnymi tabelami kursów walut, przy braku obowiązku odnoszenia się do średnich kursów NBP. Kwestię abuzywności poszczególnych klauzul kursowych powinien rozstrzygnąć sąd. Jednocześnie KNF podkreśla, że kryteria abuzywności mogły się zmienić na przestrzeni lat, przez co patrząc z historycznej perspektywy niektóre rozwiązania mogą być dzisiaj uznawane za abuzywne, podczas gdy mogły one nie mieć takiego charakteru w momencie udzielania kredytu.
- **Prezes NBP** – Tak. Z ekonomicznego punktu widzenia takie rozwiązanie byłoby uzasadnione i proporcjonalne, ponieważ pozwała na utrzymanie umowy usuwając abuzywne metody ustalania kursu. Kurs średni NBP byłby niezależnym, zewnętrznym i transparentnym parametrem umowy. NBP nie osądza, czy taka zmiana w umowie jest możliwa z punktu widzenia prawa.
- **Nasza opinia** – Nie. W przeszłości orzecznictwo, zarówno w SN (12 z 26 sędziów obecnej Izby Cywilnej SN, 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.

2. Czy umowa kredytu indeksowanego może istnieć bez klauzuli abuzywnej?

- **RPD** – Tak. Celem zawarcia umowy był zakup nieruchomości w zamian za odsetki. Według RPD umowa może być ważna nawet z ograniczeniem elementów związanych z klauzulą indeksacyjną. Ponadto bank w umowie wskazał na LIBOR jako stopę referencyjną, którą według RPD można zastosować do obliczania odsetek niezależnie od waluty zobowiązania.
- **RF** – Tak, jeżeli to konsument zdecyduje że taka umowa ma dalej obowiązywać z „nieuczciwymi” postanowieniami dotyczącymi ustalenia kursu.
- **RPO** – Tak. RPO uważa, że klauzule przeliczeniowe nie należą do kategorii essentialia negotii, i że powinny być kwalifikowane jako klauzule waloryzacyjne, umożliwia stwierdzenie, że umowa może dalej obowiązywać po wyeliminowaniu z niej klauzul przeliczeniowych.
- **NBP** – Patrz pkt 3.
- **Nasza opinia** – Nie.

3. Czy umowa kredytu denominowanego może istnieć bez klauzuli abuzywnej?

- **RPD** – Tak, argumentacja jak w pkt 2. Ponadto, wg RPD umowa kredytu denominowanego tylko pozornie różni się od indeksowanego. Oba służyły do zakupu nieruchomości.
- **RF** – Nie, dalsze obowiązywanie umowy może być niemożliwe, a uzupełnienie jej przez sąd – niedopuszczalne. Według RF usunięcie abuzywnych klauzul powoduje brak możliwości określenia zasad ustalenia kwoty kredytu oraz zasad naliczenia rat. Niemniej jednak to konsument powinien zdecydować czy pozostawienie abuzywnych klauzul jest w jego interesie.
- **RPO** – Tak. RPO przytacza, że Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 29 października 2019 r., sygn. akt IV CSK 309/18, zdecydował o możliwości utrzymania umowy denominowanej do franka

szwajcarskiego, po eliminacji z umowy postanowienia uznanego za abuzywne, które sąd uznał za „kamouflażowe”.

- **Prezes NBP** – Prezes NBP łączy pytania 2 i 3, ale nie odpowiada na nie wprost, natomiast stwierdza, że umowa kredytowa oparta o PLN + CHF LIBOR nie jest zasadna w praktyce obrotu gospodarczego i jest pozbawiona sensu ekonomicznego, ponieważ stopa procentowa powinna oddawać cenę pieniądza, która odpowiada danej walucie. Dodatkowo Prezes NBP zwraca uwagę na fakt, że z perspektywy ekonomicznej kredytobiorcy frankowi znaleźliby się w sytuacji uprzywilejowanej w stosunku do kredytobiorców złotych, ponieważ nadal korzystaliby oni z relatywnie niskiego kosztu pieniądza, ale nie byłiby narażeni na ryzyko walutowe.
- **Nasza opinia** – Nie. 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%).

4. Czy przy rozliczeniu stron przy unieważnieniu kredytu należy stosować teorię dwóch kondykcji, czy teorię salda?

- **RPD** – Teoria dwóch kondykcji znajduje najpełniejsze podstawy prawne chociaż teoria salda jest bardziej ekonomicznie uzasadniona. W przypadku dziecka, które posiada kredyt RPD zaleca stosowanie teorii salda
- **RF** – Według RF w przypadku nieważności umowy lub bezskutecznej 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. RF zwraca uwagę, że SN podziela stanowisko Rzecznika w uchwale III CZP 6/21.
- **RPO** – To klient powinien zdecydować po uprzedniej pełnej informacji ze strony Sądu na temat skutków decyzji. Pełne przedstawienie skutków można jedynie zapewnić przy ekonomii procesowej (ograniczonej liczbie procesów) co odczytujemy jako wskazanie przez RPO na teorie salda.
- **Prezes NBP** – Z punktu widzenia ekonomicznego nie ma znaczenia sposób rozliczania stron, o ile skutki ekonomiczne będą zbliżone niezależnie od wariantu rozstrzygnięcia.
- **Nasza opinia** – Teoria dwóch kondykcji szczególnie, że takie wyroki już zapadały w SN w przeszłości.

5. Czy przy nieważności umowy bieg przedawnienia rozpoczyna się od chwili ich wypłaty kredytu?

- **RPD** – Moment biegu przedawnienia powinien rozpoczynać się od uprawomocnienia się orzeczenia.
- **RF** – Bieg przedawnienia roszczenia banku o zwrot kwot wypłaconych z tytułu kredytu rozpoczyna się nie od chwili ich wypłaty, a dopiero od chwili, w której umowa kredytu stała się trwale bezskuteczna. Zdaniem Rzecznika Finansowego za brak świadomej i wolnej zgody na postanowienie niedozwolone należy uznać pierwsze wystąpienie skierowane przez konsumenta do banku kwestionujące postanowienia umowy kredytu z uwagi na ich abuzywność bądź ważność umowy
- **RPO** – Nie. W tym przypadku RPO skupił się na przedawnieniu roszczeń z punktu widzenia klienta banku (roszczenia dotyczące wpłaconych rat unieważnionego kredytu). RPO powołując się na wyroki TSUE uważa, że przedawnienie nie może bieć od momentu wypłaty kredytu, ponieważ w takim wypadku termin przedawnienia mógłby minąć zanim konsument zorientowałby się o abuzywnym charakterze niektórych zapisów w umowie.

- **Prezes NBP** – Nie. Z punktu widzenia ekonomicznego takie rozwiązanie oznaczałoby, że zamiast przywrócenia równości stron, w praktyce dokonałby się transfer (około 9% PKB za 2020 r.) do relatywnie wąskiej grupy osób. Dodatkowo zagrożona byłaby stabilność systemu finansowego, a sytuacja kryzysowa miałaby konsekwencje trudne to przewidzenia.
- **Nasza opinia** – Nie. Spodziewamy się, że SN ponownie wskaże na moment prawomocnego wyroku jak początek biegu przedawnienia.

6. Czy bank może żądać wynagrodzenia z tytułu korzystania z ze środków pieniężnych banku?

- **RPD** – Nie. Przywołuje pogląd, zgodnie z którym brak jest podstawy prawnej do żądania wynagrodzenia. RPD uważa także, że bank musiałby udowodnić utracone korzyści. Przyznanie wynagrodzenia prowadziłoby do „reaktywacji” umowy i związanych z tym świadczeń wzajemnych.
- **RF** – Nie. Według RF żądanie przez bank „wynagrodzenia za korzystanie z kapitału”, jak również odsetek za opóźnienie, liczonych od dnia następnego po dniu przekazania kwoty kredytu lub nieruchomości na zasadzie surogacji, jest nie tylko sprzeczne celami Dyrektywy 93/13 i udzielonej konsumentowi na jej podstawie ochronie, ale również nie znajduje oparcia w przepisach prawa krajowego. Zdaniem Rzecznika Finansowego stosowanie koncepcji wynagrodzenia za korzystanie z kapitału można interpretować jako próbę obejścia przedstawionych reguł zawartych w orzecznictwie TSUE.
- **RPO** – Nie. Rzecznik stoi na stanowisku, że roszczenia przewyższające wysokość świadczonej kwoty kredytu powinny zostać uznane za niedopuszczalne w świetle prewencyjnego celu dyrektywy 93/13 (art. 7 ust. 1), jak również standardu ochrony konsumenta, którego dyrektywa wymaga. W celu przesądzenia wszystkich powstających w tym zakresie wątpliwości wskazane jest uzyskanie wypowiedzi TSUE, które zdaniem RPO będzie negatywne. Orzeczenie innej treści oznaczałoby radykalną zmianę linii orzeczniczej ukształtowanej na tle dyrektywy 93/13 i faktyczną eliminację mechanizmów, mających na celu zapewnienie skutecznej ochrony konsumenta.
- **KNF** – Tak. KNF uważa, że z korzystaniem z kapitału w naturalny sposób łączy się koszt tego kapitału. Jest to zgodne z założeniami leżącymi u podstaw cywilnoprawnej instytucji bezpodstawnego wzbogacenia, której europejskie prawo ochrony konsumenta nie wyłącza. Pytaniem otwartym pozostaje wysokość tego wynagrodzenia. W tym przypadku KNF uważa, że WIBOR powiększony historyczną marżę jest odpowiednim punktem wyjściowym do dalszych rozważań. Nadzorca negatywnie ocenia stanowiska, które negują prawo banków do roszczeń z tytułu kosztu kapitału. Przy tym zagadnieniu KNF zwraca również uwagę na kwestie sprawiedliwości społecznej, która mogłaby zostać zaburzona w sytuacji nadmiernego uprzywilejowania kredytobiorców frankowych wobec kredytobiorców złotych. Jednocześnie KNF wiąże podniesione wyżej kwestie z zaproponowanym przez szefa KNF rozwiązaniem ugodowym, które zrównywałoby sytuację osób które brały kredyt w PLN vs CHF – orzeczenie dotyczące rozliczenia za korzystanie z kapitału może być kluczowa dla uzyskania zgody obu strony przy próbie polubownego rozwiązania sprawy.
- **Prezes NBP** – Tak. Z ekonomicznego punktu widzenia za udostępnienie środków finansowych innym podmiotom, posiadaczowi tych środków należy się wynagrodzenie. Unieważnienie umowy bez orzeczenia o wynagrodzenia za

korzystanie z kapitału oznaczałoby, że kredytobiorca frankowy otrzymałby nieoprocentowany kredyt, a więc znalazłby się w uprzywilejowanej sytuacji względem kredytobiorcy złotowego. Jeżeli chodzi o sposób naliczania wynagrodzenia za udzielony kapitał, to punktem wyjściowym może być koszt kredytu mieszkaniowego udzielonego w PLN. Alternatywnym podejściem mógłby być zwrot kosztów obsługi kredytu w czasie jego trwania, łącznie z kosztami zabezpieczenia pozycji walutowej przez bank.

- **Nasza opinia** – Tak lub odpowiedź nierozstrzygująca.

Dodatkowe uwagi zawarte w opiniach

- **RPD** – Zdaniem RPD zaproponowane rozwiązanie w zakresie odpowiedzi na pytanie 1. Pierwszej Prezes SN ma charakter sprawiedliwej i odpowiedzialnej formy w całokształcie systemu kredytowego w ramach stosunków społeczno-gospodarczych, a jednocześnie może w najpełniejszy sposób chronić prawa dzieci.
- **RPO** – Rzecznik Praw Obywatelskich w swojej opinii podkreślił, że Sąd Najwyższy powinien uwzględnić treści polskiego prawa oraz standardów europejskich, w tym w szczególności orzecznictwa TSUE i ETPC. Co interesujące RPO zwrócił uwagę, że treść uchwały nie powinna być podważana szczególnie ze względu na nieprawidłową obsadę SN. RPO w opinii poświęcił rozdział na temat nieprawidłowości odnośnie obsady stanowisk sędziowskich oraz Pierwszej Prezes SN. RPO uważa, że wskazane jest aby uchwałę podjął taki skład Izby Cywilnej SN, który nie będzie budził wątpliwości co do spełnienia standardów europejskich.
- **RF** – Rzecznik finansowy w stanowisku przypomniał o bogatym orzecznictwie TSUE w zakresie ochrony kredytobiorców oraz o nadrzędnym celu wprowadzenia przepisów prawa unijnego w zakresie ochrony konsumenta. Dodatkowo warto zauważyć, że RF wniósł do Sądu Okręgowego w Warszawie wnioski o skierowanie pytania prejudycjalnego do Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej o rozstrzygnięcie dopuszczalności roszczenia o korzystanie z kapitału w sprawach dot. kredytów frankowych. Rozstrzygnięcie w TSUE może być wskazówką dla SN, a zarazem powodem do kolejnego odroczenia posiedzenia.
- **KNF** – W swojej opinii na temat kredytów frankowych KNF wprost zaznacza, że nie jest to analiza zagadnień prawnych, lecz przedstawienie informacji, ocen i analiz, które wiążą się z realizacją mandatu KNF. W praktyce oznacza to, że KNF nie odpowiada wprost na większość pytań nad którymi ma się pochylić SN, natomiast przedstawia opinie bazując na naukach ekonomicznych oraz realiach rynkowych. Jednocześnie KNF zakłada, że doniosłość sprawy wymaga aby wypracować rozwiązanie, które będzie zgodne z duchem prawa oraz będzie wzmocniało w społeczeństwie przekonanie, że system prawny jest racjonalny, spójny i sprawiedliwy. Duża część analizy jest poświęcona samej mechanice kredytów CHF, kwantyfikacji różnych scenariuszy, stabilności sektora bankowego oraz przedstawieniu rozwiązania ugodowego, jako sposób na pogodzenie interesu banków, kredytobiorców frankowych oraz kredytobiorców złotych.
- **Prezes NBP** – Prezes NBP nie rozstrzyga o prawnych aspektach kredytów CHF, ale skupia się ekonomicznej stronie oraz konsekwencjach poszczególnych rozstrzygnięć, wartościując je z punktu widzenia ekonomicznego, a nie prawnego. Ponadto stanowisko Prezesa NBP zawiera rys historyczny oraz mechanizm udzielania kredytów CHF przez banki.



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x [średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych]; **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x [1-stopa podatkowa] / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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:

- KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
- AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie 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

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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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, Sygnity, 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. Wylimitowanie 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 emitenta 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, Asseco 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 Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, MoBRUK, 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, 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 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 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

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 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.

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
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl