

Szanse na obniżki stóp procentowych rosną, ale w dalszym ciągu wydają się niewielkie

Zgodnie z oczekiwaniami RPP pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie i tak jak wcześniej sygnalizowała zrezygnowała z „forward guidance”. Wydzwięk komunikatu był bardziej „gołębi” niż poprzednio za sprawą słabszych miesięcznych wskaźników popytowych oraz luzowania polityki pieniężnej w Strefie Euro, ale przede wszystkim ze względu na bilans ryzyk inflacyjnych. Nowa projekcja inflacyjna została obniżona głównie w krótkim horyzoncie projekcji, ale w mniejszym stopniu również w średnim terminie, który z punktu widzenia potencjalnych decyzji RPP o zmianie stóp procentowych powinien być istotniejszy. Projekcja zakłada, że w 2016 inflacja ukształtuje się w przedziale 1,3-3,1%. Tym samym środek przedziału został obniżony o 0,25 p.p. do 2,2%, co zdaje się w niewielkim stopniu zwiększać szansę na redukcję stóp procentowych. Rezygnacja z „forward guidance” w tym kontekście stwarza szansę na realizację takiego scenariusza już na wrześniowym posiedzeniu (w sierpniu nie będzie posiedzenia decyzyjnego). Sprzyjać temu będzie przejściowy spadek inflacji poniżej 0. W takich warunkach rynek dostał „paliwo” pod grę na obniżki stóp.

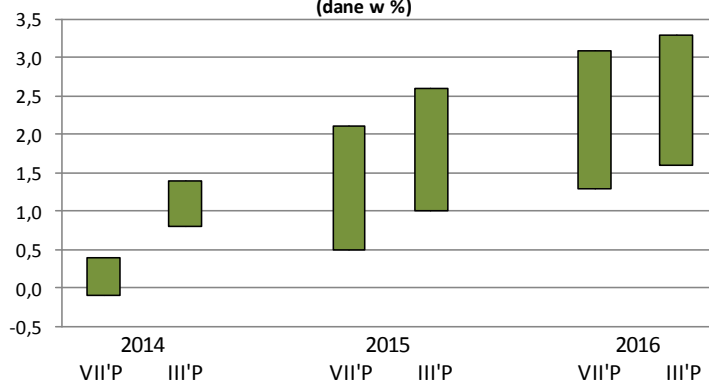
Banki zreszczające poprawiają wyniki kosztem banków spółdzielczych (BS)

Raport KNF za 1Q'14 wskazuje na to, że banki zreszczające szybciej obniżały oprocentowanie depozytów niż banki spółdzielcze. W efekcie pozwoliło to na poprawę wyniku odsetkowego banków zreszczających, który wzrósł o 31% (do 135,5 mln PLN), co odbyło się przede wszystkim **niższym do banków**. Umożliwiło to poprawę wyniku na działalności bankowej i wyniku netto, który był 5-krotnie wyższy niż przed rokiem. Ograniczone zostały koszty pracy (3% r/r), a koszty ryzyka dalej rosną (34% r/r). Jednocześnie lekkiej poprawie uległa jakość portfela kredytowego, tzn. udział kredytów zagrożonych w strukturze portfela obniżył się o 0,2 p.p. do 18,8%.

Chociaż banki zreszczające poprawiły wyniki kosztem banków spółdzielczych, to nie przeszkodziło to w poprawie wyniku odsetkowego banków spółdzielczych, który wzrósł o 4%.

W podobnej skali poprawa widoczna jest na poziomie wyników pozaodsetkowych. Koszty operacyjne BS-ów rosły wolniej niż wynik na działalności bankowej. Z kolei koszty ryzyka mocno wzrosły w ujęciu rocznym, ale ich przyrost jest wolniejszy niż w 2H'13. Pomimo tego zaciążyły one na wypracowanych wynikach netto BS, które były nieco słabsze (o 0,6%) niż w 1Q'13. Na rynku Catalyst są przede wszystkim banki spółdzielcze z sumą aktywów powyżej 500 mln PLN. W przypadku tych banków spółdzielczych wynik odsetkowy rósł mocniej, choć na poziomie wyników z BZ były silniejsze spadki, co wynika z tego, że banki te zmniejszały udział lokat w BZ w ujęciu rocznym (na tle całego sektora nie ma takiej tendencji). Większe banki spółdzielcze silniej

Projekcje inflacji IE NBP
 (dane w %)



VII'P- lipcowa projekcja inflacyjna

III'P- marcowa projekcja inflacyjna

Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie komunikatu RPP

Banki zreszczające	1Q'14	1Q'13	Zm. % (1Q'14/1Q'13)	Zm. % (1Q'14/4Q'13)
Przychody odsetkowe	321,3	391,1	-17,8	-
Koszty odsetkowe	185,8	287,8	-35,4	-
Wynik odsetkowy	135,5	103,3	31,2	-
w tym: od banków	-158,0	-247,8	-36,2	-
Wynik pozaodsetkowy	28,8	33,6	-14,3	-
Wynik na działalności bankowej	164,3	136,9	20,0	-
Pozostałe przychody i koszty	5,0	5,7	-12,3	-
Koszty operacyjne	101,1	98,6	2,5	-
Rezerwy	22,1	32,3	-31,6	-
Zysk brutto	46,1	9,3	395,7	-
Zysk netto	38,3	7,3	424,7	-
Współczynnik wypłacalności	10,6	10,7	-0,1	0,7
Jakość portfela kredytowego	18,8	15,8	3,0	-0,2

Komentarz: w Polsce są 2 banki zreszczające: BPS i SGB

Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie raportu KNF

Banki spółdzielcze	1Q'14	1Q'13	Zm. % (1Q'14/1Q'13)	Zm. % (1Q'14/4Q'13)
Przychody odsetkowe	1 226,9	1 389,6	-11,7	-
Koszty odsetkowe	410,8	602,7	-31,8	-
Wynik odsetkowy	816,1	786,9	3,7	-
w tym: od banków	172,9	261,7	-33,9	-
Wynik pozaodsetkowy	263,6	256,0	3,0	-
Wynik na działalności bankowej	1 079,7	1 043,0	3,5	-
Pozostałe przychody i koszty	12,6	15,3	-17,6	-
Koszty operacyjne	736,6	723,1	1,9	-
Rezerwy	72,7	51,6	40,9	-
Zysk brutto	283,0	283,6	-0,2	-
Zysk netto	221,9	223,2	-0,6	-
Współczynnik wypłacalności	14,1	13,9	0,2	-0,2
Jakość portfela kredytowego	6,6	6,4	0,2	0,2

Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie raportu KNF

poprawiały wyniki na działalności bankowej, choć w przypadku tych największych banków dość mocno rosły koszty operacyjne (szybciej niż wzrost skali działalności mierzonej wielkością sumy bilansowej). **Widoczne jest pogorszenie jakości portfela kredytowego w tych bankach**, co przekłada się na większe koszty ryzyka. W przypadku banków z aktywami 500-1000 mln PLN wyniki finansowe netto uległy poprawie o 12%. Z kolei w 1Q'14 niższe niż przed rokiem były zyski netto największych banków spółdzielczych.

Widoczne jest również pogorszenie jakości portfela kredytowego. Przypuszczamy, że może to dotyczyć SK Banku, który bardzo dynamicznie zwiększa skalę działalności i wchodzi na nowe rynki. Ryzyko pogorszenia jakości portfela kredytowego w przypadku tego banku wskazywaliśmy już wcześniej. Ponadto grupa największych banków spółdzielczych ma niskie pokrycie kredytów zagrożonych rezerwami (obniżyło się w 1Q'14). **Stwarza to pewne ryzyko, że w przyszłości duże banki spółdzielcze mogą być zmuszone do założenia większych rezerw.** Odwrotna tendencja jest widoczna w przypadku banków zrzeszających.

Banki spółdzielcze (aktywa: 500-1000 mln PLN)	1Q'14	1Q'13	Zm. % (1Q'14/1Q'13)	Zm. % (1Q'14/4Q'13)
Przychody odsetkowe	201,1	217,6	-7,6	-
Koszty odsetkowe	75,0	106,9	-29,8	-
Wynik odsetkowy	126,1	110,7	13,9	-
w tym: od banków	19,2	31,9	-39,8	-
Wynik pozaodsetkowy	35,1	33,5	4,8	-
Wynik na działalności bankowej	161,1	144,2	11,7	-
Pozostałe przychody i koszty	4,1	2,9	41,4	-
Koszty operacyjne	103,9	99,2	4,7	-
Rezerwy	18,4	9,0	104,4	-
Zysk brutto	43,0	38,8	10,8	-
Zysk netto	34,0	30,4	11,8	-
Współczynnik wypłacalności	12,2	11,9	0,3	0,0
Jakość portfela kredytowego	7,8	8,2	-0,4	-0,2

Komentarz: w Polsce jest 25 takich banków, w tym: BS Biała Rawska, BS Skierniewice, GBS Barlinek, BS Ostrowi Mazowieckiej, SBR Szeptetowo, ES BANK Radomsko, BS Limanowa, BS Piaseczno, OK. Bank
Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie raportu KNF

Banki spółdzielcze (aktywa: 1000 mln PLN+)	1Q'14	1Q'13	Zm. % (1Q'14/1Q'13)	Zm. % (1Q'14/4Q'13)
Przychody odsetkowe	185,0	186,5	-0,8	-
Koszty odsetkowe	80,3	107,5	-25,3	-
Wynik odsetkowy	104,6	78,9	32,6	-
w tym: od banków	12,8	20,6	-37,9	-
Wynik pozaodsetkowy	22,5	19,0	18,4	-
Wynik na działalności bankowej	127,2	97,9	29,9	-
Pozostałe przychody i koszty	-0,5	2,0	-	-
Koszty operacyjne	83,2	70,6	17,8	-
Rezerwy	19,3	6,1	216,4	-
Zysk brutto	24,2	23,2	4,3	-
Zysk netto	16,4	16,9	-3,0	-
Współczynnik wypłacalności	11,5	10,4	1,1	-0,3
Jakość portfela kredytowego	11,8	9,7	2,1	1,5

Komentarz: w Polsce jest 7 takich banków, w tym: SK Bank, PBS Sanok, KBS Kraków, PBS Ciechanów
Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie raportu KNF

Zmiany ocen emitentów

Ze względu na to, że stosunkowo mało spółek publikowało raporty okresowe dokonaliśmy ponownej oceny nielicznej grupy emitentów. W ostatnich tygodniach nie podwyższyliśmy oceny dla żadnego emitenta, a dla dwóch obniżyliśmy. Spośród tych emitentów, którzy opublikowali wyniki najwyższe WII uzyskali:

- Kujawski Bank Spółdzielczy w Aleksandrowie Kujawskim (8/10),
- Kredyt Inkaso (7/10),
- American Heart of Poland (7/10).

Wartości WII i jego zmiany

	obecnie	zmiana*
Airon	3	0
American Heart of Poland	7	-1
Ekopaliwa Chełm	0	-
IIF	3	0
Instalexport	0	-2
Kredyt Inkaso	7	0
Naví Group	4	0
Raport	4	-
Trust	3	0
KBS Aleksandrów Kuj.	8	0

*- zmiana w porównaniu do poprzedniej oceny
 Źródło: opracowanie DM BPS

Kredyt Inkaso – podtrzymana wysoka ocena

Raport roczny 2013/14 potwierdził naszą ocenę dla Kredyt Inkaso na poziomie 7/10. Doceniamy poprawę wskaźników zadłużenia i zwiększenie zysków operacyjnych. Wypracowany dwukrotnie wyższy niż przed rokiem zysk netto wzmocnił kapitały własne, dzięki czemu dług netto w relacji do kapitałów własnych obniżył się z 1,5x do 1,4x. Dług netto jest stabilny, ale mając na uwadze emisję obligacji serii K (w 2Q'14) o łącznej wartości nominalnej 50 mln PLN może zwiększyć się w kolejnym kwartale. Przy czym ewentualny wzrost długu netto/kapitałów własnych wynikający z emisji obligacji nie będzie na tyle wysoki, aby zagroził obniżeniu oceny emitenta.

Gino Rossi – WII może wzrosnąć

Gino Rossi skorygowało w górę prognozę wyników finansowych na 2014. Nowa prognoza zakłada osiągnięcie 265 mln PLN przychodów ze sprzedaży i wypracowanie 21 mln PLN wyniku EBITDA. Realizacja scenariusza wskazywanego przez zarząd spółki wydaje się prawdopodobna. Zgodnie z naszymi prognozami zawartymi w rekomendacji dla tej spółki spodziewamy się nie tylko poprawy wyników operacyjnych, ale również zmniejszenia długu netto. Przyjmując, że scenariusz ten zrealizuje się to **dostrzegamy możliwość podwyższenia oceny emitenta o 2 punkty do 7/10**, co będzie oznaczało że poziom ryzyka inwestycyjnego dla tego emitenta zmniejszy się z „umiarkowanie wysokie ryzyko” do „umiarkowanego ryzyka”. Jednocześnie jak już wcześniej wskazywaliśmy istnieje ryzyko przedterminowego wykupu obligacji serii A i B. W przypadku obligacji serii A maleje te ryzyko ze względu na wysoką premię. Z kolei jeżeli taki scenariusz miałby zostać zrealizowany w przypadku obligacji serii B (które mają niższą marżę na poziomie 600 pb.) to taka opcja mogłaby zostać zrealizowana dopiero w czerwcu 2015 i wówczas wiązałoby się to z koniecznością wypłacenia premii w wysokości 1,5% wartości nominalu.

Prognoza GK Gino Rossi na 2014

		nowa	poprzednia	Zm. %	DM BPS*
mln PLN	Przychody ze sprzedaży	265,0	260,0	1,9	256,9
	EBITDA	21,0	20,0	5,0	22,8

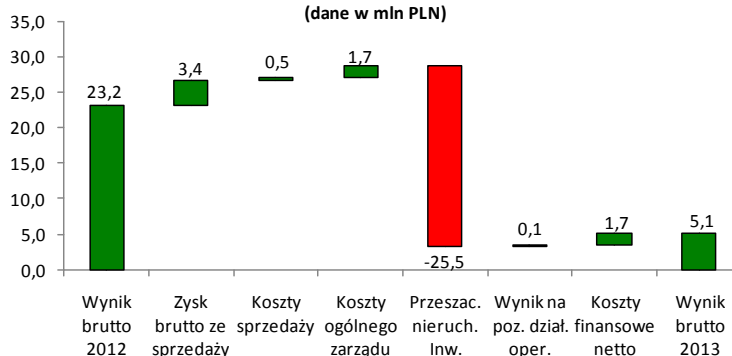
*- rekomendacja DM BPS z dnia 13.06.2014

Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie raportu bieżącego spółki

Trust – ocena po wynikach za 2013

Trust stracił płynność, ale na poziomie wyników skonsolidowanych wykazał zyski, których źródłem są przeszacowania wartości nieruchomości. Po wyłączeniu tego czynnika Grupa poniosłaby stratę. Dług netto/EBITDA po wyłączeniu przeszacowań kształtuje się na poziomie ponad 16x. Choć jest niższy niż przed rokiem to ogranicza możliwość pozyskania zewnętrznego finansowania. Struktura terminowa długu jest negatywna, a część zadłużenia (66 mln PLN) na koniec ub. r. była wymagalna. Trust porozumiał się z bankiem, a obecnie prowadzi prace zmierzające do zaoferowania obligatariuszom certyfikaty inwestycyjne w zamian za wniesienie do funduszu obligacji. Pozwoli to na przejęcie kontroli nad majątkiem przez zewnętrzny fundusz, co umożliwi zaspokojenie zobowiązań wobec obligatariuszy poprzez sprzedaż gruntów będących zabezpieczeniem obligacji serii A, B i C. **Podtrzymujemy naszą negatywną ocenę dla tego emitenta na poziomie 3/10**, która wskazuje na podwyższone ryzyko inwestycyjne.

Trust - wynik brutto w 2013 (dane w mln PLN)



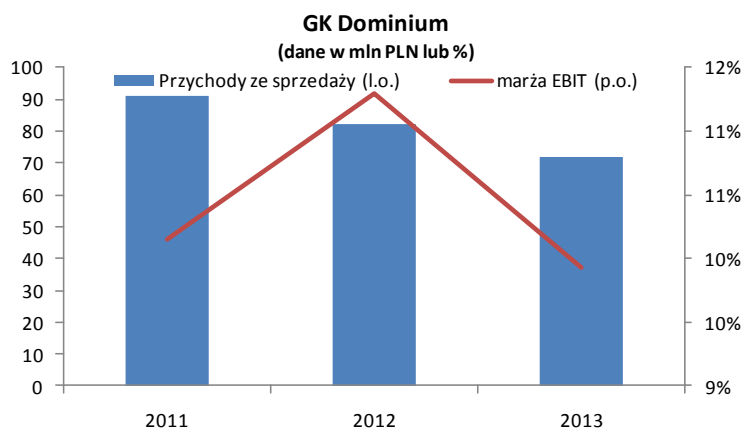
Źródło: opracowanie DM BPS

Prefabet - default

Prefabet nie wykupił zapadających w czerwcu obligacji o łącznej wartości nominalnej ok. 5,5 mln PLN. Wewnętrzny indeks inwestycyjny dla Prefabet wynosi 2/10, co **wskazywało na możliwość defaultu**.

Dominium – słabsze drugie półrocze i zmiana oceny

Po rocznych wynikach nasza ocena Dominium uległa znaczącej rewizji za sprawą: zwiększenia zadłużenia, utrzymaniu negatywnej tendencji w zakresie przychodów przy jednoczesnym spadku marży EBIT, co przełożyło się na słabsze wyniki operacyjne. W tej sytuacji wskaźniki zadłużenia wzrosły tworząc presję na ocenę emitenta, co prawda dług netto/EBITDA (2,1x), dług netto/kapitały własne (0,6x), czy EBIT/koszty finansowe (2,9x) nie wykazuje, aby miałyby istotne trudności z obsługą długu. Przy czym Dominium funkcjonuje na mocno konkurencyjnym rynku. W ubiegłym roku jeden ze współwłaścicieli udzielił pożyczkę spółce na rozwój działalności. Na ten moment nie widać pozytywnych efektów, a Dominium traci część udziału rynku i funkcjonuje na niższych marżach. **W przypadku kontynuacji tych tendencji może doprowadzić do dalszego obniżenia oceny emitenta. Na ten moment WII wynosi 5/10, co wskazuje na umiarkowanie wysokie ryzyko emitenta.**



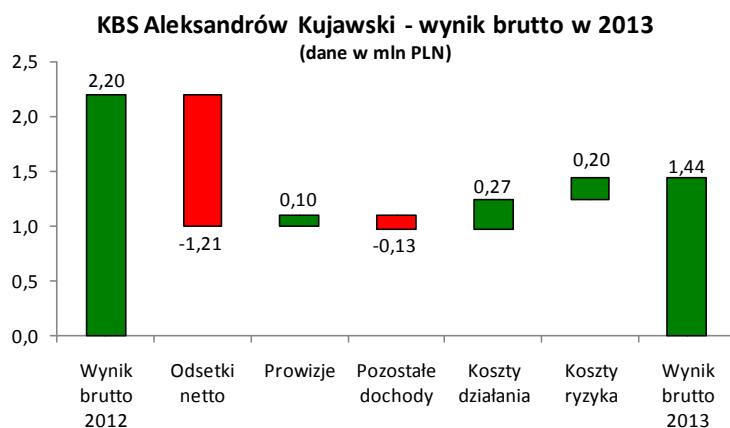
Źródło: opracowanie DM BPS

E-Kancelaria – skup obligacji bez wpływu na WII

E-Kancelaria rozpoczęła skup obligacji własnych. Po dwóch dniach jego skala jest mała (nominalna wartość skupionych papierów wynosi 34 tys. PLN), aby znacząco wpłynąć na obniżenie kosztów finansowych (zakupując papier znacznie poniżej nominału, gdyż ewentualny zakup jest warunkowany uzyskaniem rentowności brutto na poziomie min. 25%). **Informacja ta nie będzie mieć istotnego wpływu na ocenę emitenta.** Przy czym obniżenie rentowności może w przyszłości zmniejszyć ryzyko, że inwestorzy będą chcieli wyższej premii, gdyż na rynku wtórnym będą mogli uzyskać znacząco wyższe rentowności niż w przypadku papierów z rynku pierwotnego. Przypominamy, że WII dla E-Kancelarii wynosi 4/10, co oznacza podwyższone ryzyko inwestycyjne.

Kujawski Bank Spółdzielczy – dobra jakość portfela, ale niska efektywność kosztowa

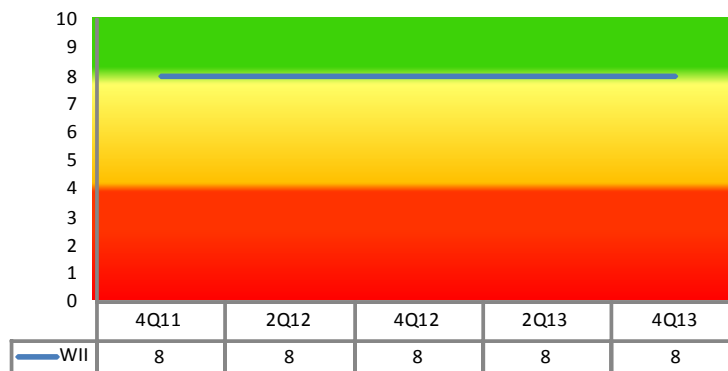
Kujawski Bank Spółdzielczy kredytuje głównie rolników. Dlatego istotny negatywny wpływ na wartość portfela kredytowego miała niedostateczna wysokość limitu akcji kredytowej na wypłatę kredytów preferencyjnych z dopłatami ARiMR. Pomimo tego portfel kredytowy wzrósł o 15%, gdyż zwiększyła się akcja kredytowa dla sektora instytucji rządowych i samorządowych. Oprocentowanie kredytów z dopłatami ARiMR jest ograniczone do 1,5x stopy redyskontowej weksli, z tego względu przychody odsetkowe z tych kredytów są bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych. Z tego względu marża odsetkowa netto znalazła się pod presją i spadła o 1,1 p.p. do 4,5%, co wpłynęło negatywnie na wynik odsetkowy. Chociaż bank ograniczył koszty działania (głównie przez mniejsze wydatki na wynagrodzenia) to efektywność kosztowa banku jest bardzo niska (C/I=86%) nawet jak na tle sektora bankowości



Źródło: opracowanie DM BPS

spółdzielczej. Dość duży udział w strukturze portfela kredytów preferencyjnych korzystnie wpływa na jego jakość, którą oceniamy nadzwyczaj pozytywnie, gdyż udział kredytów zagrożonych w strukturze wynosi ok. 0,5%. Ze względu na skalę prowadzonej działalności istnieje ryzyko, że w przypadku trudności ze spłatą 1 z większych kredytów jakość portfela ulegnie wyraźnemu obniżeniu. Tym nie mniej przy tak wysokiej jakości portfela nie powinno to diametralnie wpłynąć na ocenę emitenta. Ponadto bank wyróżnia się także wysokim współczynnikiem wypłacalności na poziomie 18,5%. W takiej sytuacji **podtrzymujemy wysoką ocenę banku na poziomie 8/10, ale jednocześnie z ryzykiem jego obniżenia w przyszłości w sytuacji, gdyby efektywność kosztowa uległa dalszemu obniżeniu.**

Kujawski Bank Spółdzielczy (WII)



Źródło: opracowanie DM BPS



Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Departament Analiz:

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy

Dyrektor Departamentu Analiz

marcin.stebakow@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 548

Kamil Artyszuk – obligacje

kamil.artyszuk@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 535

Marta Czajkowska-Bałdyga – banki

marta.czajkowska-baldyga@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 527

Tomasz Kania – usługi finansowe, deweloperzy

tomasz.kania@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 542

Marek Straszak, MPW, DI – budownictwo, materiały budowlane

marek.straszak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 540

Łukasz Rydzkowski,

lukasz.rydzkowski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 542

Analitycy techniczni:

Jacek Borawski, Sławomir Rudaś

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Majka, MPW

Wiceprezes Zarządu

piotr.majka@dmbps.pl

Tel.: (22) 53 95 520

Krzysztof Solus, MPW

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży Instytucjonalnej

krzysztof.solus@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 555

Bogdan Dzimira, MPW, Doradca Inwestycyjny

bogdan.dzimira@dmbps.pl

Tel.: (22) 53 95 523

Jan Woźniak, MPW

jan.wozniak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 536

Artur Kobos, MPW

artur.kobos@dmbps.pl

Tel.: (22) 53 95 511

Bartosz Szaniawski

bartosz.szaniawski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 525

Departament Sprzedaży Detalicznej:

Beata Zbrzezna, MPW

beata.zbrzezna@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 544

Lech Kucharski, MPW

lech.kucharski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 522

Anna Pajkert,

anna.pajkert@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 078

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Stopa bazowa – stopa wyznaczająca oprocentowanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Wysokość stopy bazowej podawana jest w warunkach emisji obligacji.

WII=Wewnętrzny indeks inwestycyjny – wyliczany na podstawie 5 wskaźników, tj. Altman EM Score, dług netto/EBITDA, dług netto/kapitały własne, EBIT/koszty finansowe i zmianę EBIT. Dla banków obliczany jest na podstawie współczynnika wypłacalności, udziale kredytów zagrożonych w strukturze kredytów ogółem i relacji kosztów do dochodów banku. Maksymalna wartość wewnętrznego ratingu wynosi 10. Podwyższone ryzyko inwestycyjne występuje wówczas, gdy wskaźnik znajduje się poniżej 5, w przedziale 5-8 ryzyko jest umiarkowane, a powyżej tego poziomu ryzyko uznawane jest za niskie.

WIBOR – ang. Warsaw Interbank Offered Rate – stawka procentowa na warszawskim międzybankowym rynku od depozytów oferowanych, podawana dla różnych, standardowych przedziałów czasowych tych depozytów.

YTM – ang. Yield To Maturity – stopa dochodu, którą inwestor uzyskuje nabywając obligację po cenie rynkowej i trzymając ją w swoim portfelu inwestycyjnym do terminu wykupu. Wskaźnik obliczany w celu porównania atrakcyjności instrumentu z innymi możliwościami inwestycyjnymi.

„Raport o obligacjach” wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.

Materiał został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy Placu Powstańców Warszawy 1.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 19 października 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie stanowi publikację handlową i jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994 nr 24 poz. 83 z późn. zm.).

Jest prawdopodobne, iż DM Banku BPS S.A. świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DM Banku BPS 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.