

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Banki

Polska

Szczyt wyników jeszcze przed nami

Zalecamy przeważenie polskiego sektora bankowego. Po znaczącej przecenie indeksu WIG Banki widzimy obecnie 15% potencjał wzrostu dla sektora. Uważamy, że sentyment do sektora wspierany będzie nie tylko przez wymienione wyniki, ale także przez otoczenie rosnących stóp procentowych nie tylko w Polsce ale i w strefie Euro oraz USA. W najbliższych latach wyniki banków wsparte zostaną głównie przez wolumeny kredytowe (lata 2018-19) oraz przez podwyżki stóp procentowych (2020 rok). W 1H'18 pozytywnie zaskoczyła nas sprzedaż kredytów detalicznych zarówno po stronie kredytów hipotecznych (+17,4% R/R) jak i konsumenckich (+11,3% R/R, nasz szacunek) pomimo już relatywnie wysokiej penetracji. Uważamy, że rosnące wolumeny kredytowe, które w 2H'18 mają szansę być dodatkowo wsparte przez segment korporacyjny, spowodują całkowite wyhamowanie ujemnej dynamiki rewizji prognoz oraz jej odbicie na 2020 rok. Pozytywnie postrzegamy też ogłoszenie średnioterminowej polityki dywidendowej, dzięki czemu banki mogą z wyprzedzeniem przygotować się do wypłaty dywidendy. Reasumując uważamy, że pozytywne otoczenie gospodarcze wspierające wzrost kredytów i marżę odsetkową, atrakcyjna wycena, rosnące dywidendy oraz przyspieszająca konsolidacja powinny wspierać sentyment do sektora w kolejnych kwartałach. Obecnie największy potencjał wzrostu widzimy w Alior Banku a następnie w Pekao, Banku Handlowym, PKO BP oraz ING.

3 tygodnie niepewności

Cieniem na idealistycznym obrazie polskich banków kładzie się ustawa o wsparciu kredytobiorców hipotecznych. Politycy partii rządzącej zapowiedzieli, że jej finał powinien mieć miejsce jeszcze w październiku przed wyborami samorządowymi (21 października br.). Uważamy, że brak uchwalonej ustawy do momentu wyborów może znowu spowodować jej znaczące odłożenie w czasie. Niemniej jednak w przypadku jej uchwalenia wstępna reakcja rynku może być nerwowa, choć jak dowodzimy w dalszej części raportu, wpływ na wyceny sektora będzie ograniczony stwarzając okazję do kupowania walorów. Największy wpływ ustawa będzie miała na GNB (trzymaj) i Bank Millennium (redukuj), a następnie na PKO BP (akumuluj) oraz Santander (akumuluj). Podkreślamy, że w przypadku wprowadzenia ustawy w żadnym z wymienionych przypadków nie zmieni się kierunku naszej rekomendacji.

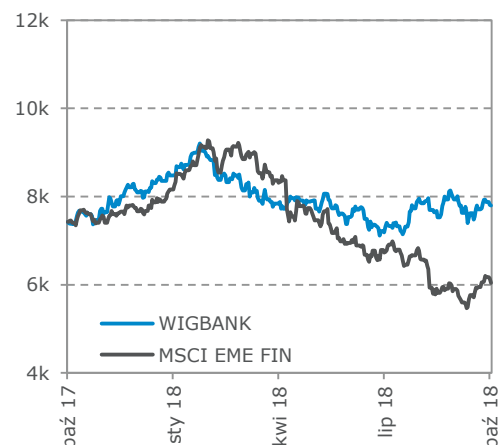
Wycena z dyskontem do średniej

Polskie banki notowane są obecnie na wskaźniku 12M forward P/E 12,7x, ze znaczącym dyskontem do własnej średniej na poziomie 14,3x oraz poniżej odchylenia standardowego. Przewaga polskiego sektora bankowego była równie głęboka jak banków europejskich, ale wyższa niż banków w USA. Uważamy, że sentyment do sektora na świecie będzie kreowany przez dobre momentum makro oraz przez oczekiwane podwyżki stóp nie tylko w USA, ale także w strefie Euro i EME. Cieniem kładą się populistyczne zapędy polityków, którzy po wyborach żądają luźnej polityki deficytowej. Uważamy, że uspokojenie sytuacji, zwłaszcza na południu Europy, oraz dobre momentum wynikowe i makro spowodują znaczącą poprawę nastrojów.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	18P	19P	20P	18P	19P	20P	18P	19P	20P
PKO	14,2	13,3	10,9	1,4	1,3	1,2	9,9	9,9	11,3
PEO	13,5	11,2	9,5	1,2	1,2	1,1	8,9	10,6	11,8
SPL	16,2	14,4	11,7	1,5	1,4	1,3	9,8	10,2	11,8
ING	15,5	14,2	12,0	1,9	1,7	1,6	12,5	12,7	13,8
MIL	15,3	13,8	12,4	1,4	1,3	1,2	9,1	9,5	9,8
BHW	15,1	14,5	11,9	1,4	1,4	1,4	9,5	9,8	11,7
ALR	10,1	8,2	6,8	1,1	0,9	0,8	11,2	12,4	13,1
GNB	-	3,5	1,8	0,1	0,1	0,1	-	3,3	6,2

WIG-Banki	7 829
MSCI EME Financials	225
2018P P/E	14,6x
2018P P/BV	1,4x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	47,00 PLN	38,00	akumuluj	trzymaj
PEO	138,70 PLN	157,00	kupuj	kupuj
SPL	400,00 PLN	430,00	akumuluj	akumuluj
ING	200,00 PLN	212,00	akumuluj	akumuluj
MIL	8,40 PLN	7,00	redukuj	sprzedaj
BHW	90,00 PLN	94,00	kupuj	kupuj
ALR	96,00 PLN	109,00	kupuj	kupuj
GNB	1,00 PLN	1,50	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	42,55	47,00	+10,5%
PEO	107,20	138,70	+29,4%
SPL	367,00	400,00	+9,0%
ING	181,00	200,00	+10,5%
MIL	9,27	8,40	-9,4%
BHW	76,90	90,00	+17,0%
ALR	62,90	96,00	+52,6%
GNB	0,53	1,00	+88,7%

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

PKO BP: akumuluj (podwyższona)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Czas na ponowny re-rating

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj dla PKO BP do akumuluj z ceną docelową na poziomie 47,00 PLN na akcję. Uważamy, że w krótkim terminie katalizatorem dla naszej wyceny będą rosnące oczekiwania odnośnie dywidendy, a w średnim podwyżki konsensusu na 2020 dzięki rosnącej sprzedaży kredytów detalicznych i podwyżkom stóp procentowych. Nasza wyższa wycena pomimo praktycznie niezmiennych prognoz wynika z rosnącego potencjału dywidendowego Spółki. Zostaliśmy pozytywnie zaskoczeni wypłatą dywidendy w 2018 roku oraz uważamy, że PKO BP zaskoczy również w 2019 i 2020 roku. Chociaż obecnie PKO BP nie spełnia jeszcze warunków do wypłaty 50% zysku netto to naszym zdaniem stanie się tak tuż po ogłoszeniu na początku listopada wyników stres testów przeprowadzanych obecnie przez EBA. Obniży to bufor stres testowy KNFu, a wraz z zastosowaniem niższej wagi ryzyka przez PKO BP dla hipotek PLN spowoduje, że bank spełni wreszcie wymogi KNF do wypłaty 50% zysku netto (po kryteriach K1 oraz K2). Jednocześnie inwestycja w walory PKO BP nie pozostaje wolna od ryzyka. Uważamy, że istnieje znaczące prawdopodobieństwo wprowadzenia ustawy CHF, którą w naszym bazowym scenariuszu wyceniamy na 0,79 PLN na akcję. Finalnie PKO BP jak każda spółka Skarbu Państwa narażona jest na zmiany w Zarządzie czy RN, które są trudne uchwycenia w wycenie.

Konsensus za niski

Uważamy, że wyniki PKO BP są obecnie niedoszacowane przez rynek. PKO BP, jak i cały rynek, zaskoczył bardzo silnymi wolumenami sprzedaży kredytów detalicznych. W naszych prognozach zakładamy ich kwartalną sprzedaż na poziomie około 8 mld PLN w kolejnych dwóch latach. Wraz z zakładanymi przez nas podwyżkami stóp procentowych w 2020 roku uważamy, że konsensus prognoz powinien wzrosnąć o 5% w 2018 roku, a następnie 2% w 2019 i 11% w 2020 roku.

Ryzyko ustawy CHF

Uważamy, że PKO BP jest szczególnie narażony na legislację w obszarze kredytów CHF ze względu na głównego akcjonariusza. Najprawdopodobniej ustawa nie wejdzie w wariant skrajny (stawka 2%) a w pośrednim (1% rocznie), co przełoży się na koszt całkowity w wysokości 1,2 mld PLN, co jest porównywalne z obciążeniem podatku bankowego w jednym roku. Oznacza to, że chociaż wstępna reakcja rynku na wprowadzenie ustawy będzie negatywna, to jej wpływ na wycenę jest mocno ograniczony.

Teraz jest czas na rerating

W naszym raporcie z lutego zwracaliśmy uwagę, że PKO BP czeka de-rating ze względu na konsensus, który oparty był głównie na podwyżkach stóp procentowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami tak się stało, chociaż od tego czasu perspektywa wypłat dywidend diametralnie uległa zmianie, a wyniki wsparte zostały przez silne wolumeny detaliczne. Reasumując wyższa dywidenda, użycie kapitału nadwyżkowego przez wolumeny kredytowe powodują, że PKO BP powinien być notowany na wyższych wskaźnikach niż obecnie.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	7 754,8	8 606,0	9 285,3	10 137,7	11 747,7
Wynik pozaodsetkowy	4 365,9	4 197,0	4 348,9	4 499,1	4 684,1
Koszty ogółem	5 920,4	6 024,0	6 238,4	6 544,7	6 922,7
Zysk operacyjny*	6 200,3	6 779,0	7 395,9	8 092,2	9 509,1
Zysk netto	2 874,0	3 104,0	3 733,8	4 001,3	4 875,6
Koszty/przychody (%)	48,8	47,1	45,8	44,7	42,1
ROE (%)	9,1	9,0	9,9	9,9	11,3
P/E (x)	18,5	17,1	14,2	13,3	10,9
P/BV (x)	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
DPS	0,00	0,00	0,55	1,49	1,60
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	1,3	3,5	3,8

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	42,55 PLN
Cena docelowa	47,00 PLN
Kapitalizacja	53,19 mld PLN
Free float	37,53 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	185,2 mln PLN

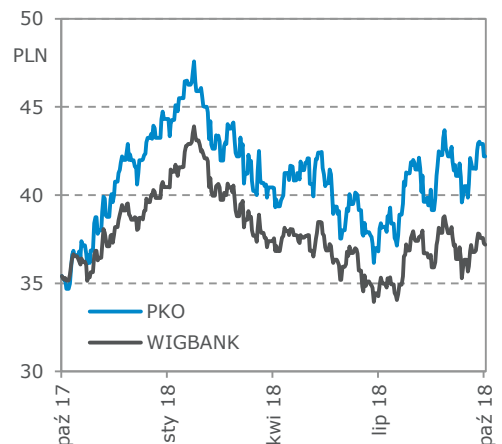
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,43%
Aviva OFE	6,72%
NN OFE	5,17%
Pozostali	58,68%

Profil spółki

Bank ma największy w kraju portfel depozytów i kredytów detalicznych oraz drugi (po Pekao) portfel depozytów i kredytów korporacyjnych. Bank dysponuje zrównoważonym bilansem oraz zadowalającym poziomem współczynnika wypłacalności. Spółka posiada 99,6% udziałów w ukraińskim banku Kredobank, który jest odpowiedzialny za ok. 1% aktywów grupy.

Kurs akcji PKO na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO BP	47,00	38,00	akumuluj	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
			2018P	2019P
WNDB			+2,1%	+0,1%
Zysk brutto			+8,6%	+0,4%
Zysk netto			+12,7%	+0,7%

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | Banki, Polska

Lepiej pogodzić się z cięciem dywidendy

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 138,70 PLN na akcję. Uważamy, że obecna wycena rynkowa banku nie znajduje odzwierciedlenia w fundamentach. Po zmianie właściciela Pekao stara się pogodzić wzrost organiczny, restrukturyzację oraz maksymalną wypłatę dywidendy. Nasze prognozy zakładają obniżenie wypłaty dywidendy z obecnych 100% do 75% już od przyszłego roku, dzięki czemu wzrost aktywów utrzymujemy na poziomie +10%-8% w kolejnych latach. Pomimo spadku wypłaty nominalny DPS w 2020 roku będzie już zbliżony do poziomu z 2018 roku dzięki wzrostowi ROE z 9% w roku obecnym do 11,8% w 2020. Oznacza to, że obawy rynku odnośnie rentowności i dywidendy są wyolbrzymione. Oprócz ww. oraz ryzyka politycznego inwestycja w walory Pekao cechuje relatywnie wysokie bezpieczeństwo. Spadek prognoz rynkowych w wyniku braku podwyżek jest mocno ograniczone ze względu na niską wrażliwość banku na politykę monetarną a wpływ ustawy CHF na wyniki i wycenę jest pomijalny. Ze względu na ww. wymienione argumenty nie zgadzamy się z obecną wyceną rynkową i uważamy, że Pekao zasługuje na premię do sektora i głównego konkurenta PKO BP.

Obniżmy już tę dywidendę

Uważamy, że rynek boi się transformacji Banku Pekao ze spółki dywidendowej na wzrostowo-dywidendową. Transformacja oznaczać będzie spadek dywidendy w okresie przejściowym. Uważamy, że model wypłaty dywidendy zbliżony będzie do PZU, który z Pekao łączy nie tylko akcjonariat ale i osoba Prezesa. Uważamy, że Pekao proponuje inwestorom wypłatę dywidendy w przedziale 50%-75%, a 25% zostanie przeznaczone na wzrost organiczny. W praktyce oczekujemy wypłaty w górnej granicy przedziału, co oznaczać będzie DPS na poziomie 5,96 PLN w 2019 i 7,19 PLN w 2020 r.

Ostrożnie podchodzimy do wzrostu wyników

Oczekujemy, że bez zdarzeń jednorazowych (ale wliczając sprzedaż portfeli NPL) zysk netto Banku Pekao wzrośnie w 2018 roku o 3% wobec dwucyfrowego wzrostu oczekiwanego przez Zarząd. Nasze prognozy pozostają również bardziej pesymistyczne niż oczekiwania rynku i znajdują się 7%-2% poniżej konsensusu w latach 2018-19, ale 2,3% powyżej na 2020 rok. Nasz pesymizm odnośnie 2019 roku wynika ze wzrostu kosztów, który szacujemy na +10,1% R/R i związany jest z restrukturyzacją. Z drugiej strony restrukturyzacja w 2018 roku będzie miała pozytywny wpływ na koszty w 2019, których wzrost szacujemy na zaledwie 1,1% R/R.

Bezpieczny profil zasługuje na premię

Uważamy, że konsensus z walowym scenariuszu zawiera podwyżki stóp procentowych, co jednak nie stanowi dla Pekao znaczącego problemu w przypadku ich braku. Szacujemy, że w pesymistycznym scenariuszu dla stóp konsensus obniżyłby się jedynie o 5%. Ponadto niska ekspozycja na kredyty CHF powinna zapewnić spokój inwestorom do końca roku.

(mIn PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 382,0	4 593,5	5 083,2	5 828,4	6 545,8
Wynik pozaodsetkowy	2 919,8	2 684,6	2 636,7	2 742,6	2 856,2
Koszty ogółem	3 493,7	3 534,9	3 906,5	3 949,8	4 091,9
Zysk operacyjny*	3 808,1	3 743,2	3 813,5	4 621,2	5 310,1
Zysk netto	2 279,3	2 475,1	2 086,5	2 516,2	2 951,7
Koszty/przychody (%)	48,4	49,8	51,7	47,2	44,6
ROE (%)	9,8	10,7	8,9	10,6	11,8
P/E (x)	12,3	11,4	13,5	11,2	9,5
P/BV (x)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
DPS	8,70	8,68	7,90	5,96	7,19
Stopa dywidendy (%)	8,1	8,1	7,4	5,6	6,7

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	107,20 PLN
Cena docelowa	138,70 PLN
Kapitalizacja	28,14 mld PLN
Free float	18,91 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	164,1 mln PLN

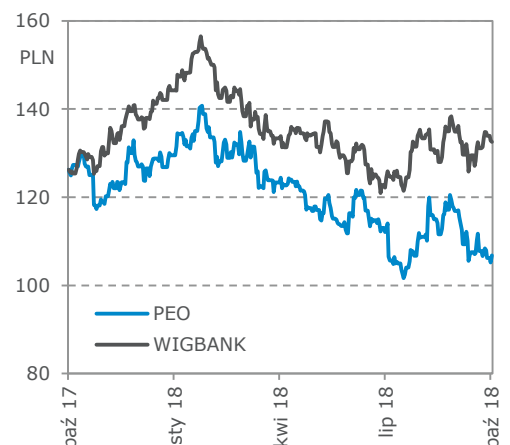
Struktura akcjonariatu

PZU	20,00%
PFR	12,80%
UniCredit S.p.A.	6,26%
Pozostali	60,94%

Profil spółki

Bank ma drugi największy w Polsce portfel depozytów i kredytów korporacyjnych, drugą największą bazę depozytów detalicznych i trzeci największy portfel kredytów detalicznych. Pekao jest jednym z najlepiej dokapitalizowanych banków giełdowych ze współczynnikiem kapitałów własnych (Tier 1) na poziomie ponad 17%. Spółka zamierza wykorzystać nadwyżkowy kapitał zarówno na wzrost organiczny, jak i na przejęcia.

Kurs akcji PEO na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Pekao	138,70	157,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Pekao	107,20	138,70	+29,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P
WNDB		2,0%	2,1%
Zysk brutto		-1,0%	-1,2%
Zysk netto		-4,5%	-5,2%

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: akumuluj (podtrzymana)

SPL PW; SPL1.WA | Banki, Polska

Rekordowa dywidenda na horyzoncie

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla Santander Bank Polska jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do 400,00 PLN na akcję. Obniżyliśmy nasze prognozy zysku netto ze względu na saldo rezerw oraz koszty operacyjne. Bank w 1H'18 osiągnął zysk brutto ze sprzedaży wierzytelności na poziomie 16 mln PLN wobec 191 mln PLN osiągniętych w 1H'17. Gorsza sprzedaż portfeli, a co za tym idzie wyższe saldo rezerw wynikają z mniej atrakcyjnych cen oferowanych za kredyty niepracujące wobec roku poprzedniego. Jednocześnie podnosimy nasze oczekiwania na koszty ze względu na inflację płac, ale również re-branding, których nie przewidzieliśmy na początku roku. Uważamy, że do końca roku bank może pozytywnie zaskoczyć rynek sprzedażą wierzytelności, rozpoznaniem bad-willu z transakcji przejęcia DB Polska, czy podtrzymaniem deklaracji odnośnie wypłaty zysku niepodzielonego (1,4 mld PLN) akcjonariuszom w 2019 roku. Z drugiej strony negatywnie może nas zaskoczyć ustawa frankowa, której wpływ jest jednak ograniczony na wyniki i wycenę oraz podaż akcji ze strony Deutsche Banku. Widzimy potencjał wzrostu dla wyceny rynkowej dla Santander, chociaż w porównaniu do takich banków jak Alior czy Pekao jest on już ograniczony.

Konsensus za wysoki

Nasze prognozy są 5% niższe od konsensusu na 2018 rok oraz 8% na 2019. Uważamy, że wynika to z bardziej konserwatywnej prognozy wyniku odsetkowego oraz salda rezerw. Jednocześnie uważamy, że Santander zwiększy sprzedaż kredytów niepracujących w 2H'18 co wesprze CoR.

Dywidenda uzależniona od przejęcia DB Polska

W naszych prognozach zakładamy wypłatę dywidendy na rekordowym poziomie 2,6 mld PLN (DPS 25,58 PLN), na którą składać się będą 1,1 mld PLN z zysku netto (50% wypłaty) za 2018 rok oraz 1,5 mld PLN z zysków niepodzielonych. Dywidenda uzależniona jest od finalizacji fuzji z DB Polska, bez której Santander będzie mógł wypłacić maksymalnie 2,1 mld PLN, chociaż w takim przypadku KNF może również odłożyć wypłatę zysku niepodzielonego. Oczekujemy, że w 2020 roku nastąpi normalizacja dywidendy na poziomie 12,76 PLN, co przekłada się na DYield równy 3,5%.

Podaż akcji prawdopodobna

Istnieje nadal nawis podaży akcji związany z transakcją przejęcia DB Polska. Część ceny zakupu zostanie zapłacona w drodze emisji celowej 2,75 mln sztuk. DB, aby zabezpieczyć część swoich interesów pożyczyl od Santander 1,2 mln PLN po czym je sprzedał po 380 PLN/akcję. Oznacza to, że DB, aby nie ponieść straty na transakcji musi sprzedać pozostałe 1,55mln akcji za co najmniej 371,61 PLN/akcję.

Ustawa CHF

W naszym bazowym scenariuszu dla Santander BPL ustawa pochłonie 646,9 mln PLN przez kolejne 10 lat. Przewidujemy, że w latach 2019/20/21 ustawa obniży obecny konsensus o 5%-4%-3%. W naszym bazowym scenariuszu ustawa obniży naszą 9M cenę docelową o 5,12 PLN.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	4 770,4	5 276,9	5 742,0	6 341,6	7 096,1
Wynik pozaodsetkowy	2 835,8	2 486,8	2 737,2	3 079,1	3 227,6
Koszty ogółem	3 367,7	3 372,4	3 782,0	4 104,1	4 165,0
Zysk operacyjny*	4 238,4	4 391,2	4 697,3	5 316,6	6 158,7
Zysk netto	2 166,8	2 213,1	2 272,5	2 602,0	3 190,5
Koszty/przychody (%)	44,3	43,4	44,6	43,6	40,3
ROE (%)	11,1	10,6	9,8	10,2	11,8
P/E (x)	16,8	16,5	16,2	14,4	11,7
P/BV (x)	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3
DPS	21,33	5,40	6,69	25,58	12,76
Stopa dywidendy (%)	5,8	1,5	1,8	7,0	3,5

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	367,00 PLN
Cena docelowa	400,00 PLN
Kapitalizacja	36,42 mld PLN
Free float	11,61 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	48,3 mln PLN

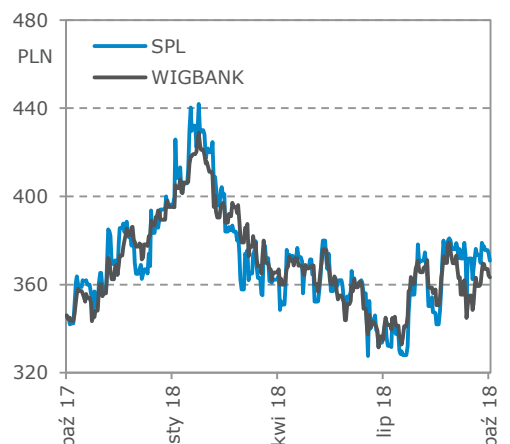
Struktura akcjonariatu

Banco Santander S.A.	68,13%
Pozostali	31,87%

Profil spółki

Portfel kredytowy Santander ma charakter uniwersalny z lekkim przeważaniem w stronę segmentu korporacyjnego. Niemniej jednak wraz z konsolidacją Santander Consumer Bank udział kredytów detalicznych w portfelu znacząco wzrósł. Współczynnik wypłacalności SPL znajduje się na poziomie 15,6%. Celem strategicznego inwestora, Santander, jest głównie wygenerowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy poprzez kontrolę kosztów i wzrost udziału rynkowego banku do 12%.

Kurs akcji SPL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Santander BPL	400,00	430,00	akumuluj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Santander BPL	367,00	400,00	+9,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
WNDB	-1,6%	-5,5%	-3,1%
Zysk brutto	-9,7%	-16,1%	-11,4%
Zysk netto	-11,2%	-17,5%	-11,2%

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

ING BSK: akumuluj (podtrzymana)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Konsensus za wysoki, ale ROE mistrzowskie

Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj dla ING BSK i wskazujemy 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 200,00 PLN na akcję. Nasza wycena wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (brak kredytów CHF) oraz dynamiczny rozwój połączony z dywidendą. Bank systematycznie zwiększa swój udział rynkowy, który na koniec 2018 roku szacujemy na około 8%. Wyniki banku mogą zostać dodatkowo podbite przez przejęcia. Według prasy ING BSK jest w trakcie przejęcia Union Investment TFI oraz Nationale Nederlanden TFI. Potencjalne transakcje uzupełnią ofertę produktową banku i wynik prowizyjny. Z drugiej strony uważamy, że konsensus prognoz na przyszły rok został ustawiony dość ambitnie dla banku i nie zostanie dostarczony. Nie oznacza to, że ING BSK przedstawi słabe wyniki. Prognozujemy w 2019 ROE na poziomie 12,8%, co jest jednym z najlepszych wyników nie tylko w Polsce ale i w regionie. Finalnie uważamy, że ING BSK pozostanie dość powściągliwe w oferowaniu dywidendy ze względu na wzrost organiczny.

Konsensus za wysoki

Uważamy, że konsensus prognoz na ING BSK powinien ulec korekcie o 4% na 2018 rok i 8% na 2019 rok. Nasze prognozy są niższe od konsensusu głównie przez prognozę wyniku odsetkowego (2%-3% poniżej). Jednocześnie oczekujemy, że koszt ryzyka pozostanie stabilny w kolejnych dwóch latach na poziomie 0,5% wobec konsensusu, który zakłada jego wzrost. Podsumowując oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 9,6% w 2018, a następnie o 9,7% w 2019 roku oraz o 17,1% w 2020 roku.

Najmniej wrażliwy na podwyżki stóp

Oczekujemy, że wynik odsetkowy w 2018 roku wzrośnie o 7,5% a w 2019 o 10,1%. Wynik odsetkowy będzie napędzany przez wolumeny kredytowe, które oczekujemy, że wzrosną o 10,1% w 2018 roku oraz o 14,2% w 2019. Jednocześnie bazując na danych historycznych uważamy, że ING BSK będzie najmniej wrażliwym bankiem na podwyżki stóp procentowych. Podczas ostatniego cyklu obniżek szacujemy, że NIM ING średnio spadała 12 p.b. na każde 100 p.b. obniżki stopy referencyjnej. Uważamy, że niska wrażliwość czyni ING BSK odpornym na niespodzianki związane z decyzjami RPP.

Kapitał potrzebny na rozwój, a nie dywidendę

Bank ING BSK nie słynie z dywidend. W 2018 Zarząd zaproponował dywidendę w wysokości 3,20 PLN/akcję, czyli 1,77%. Bank potrzebuje kapitał na rozwój organiczny oraz ewentualne przejęcia. Według spekulacji prasowych ING BSK jest bliski przejęcia Union Investment TFI oraz NN TFI. Bazując na ostatnich transakcjach oceniamy, że aktywa UI TFI mogą kosztować pomiędzy 533 mln PLN a 864 mln PLN, zaś NN TFI pomiędzy 584 mln PLN a 945 mln PLN. Obecne kapitały nadwyżkowe ING BSK do regulacyjnego minimum Tier 1 wynoszą 2 186 mln PLN, a do minimów wypłaty dywidendy (Tier1) 625,7 mln PLN. Oznacza to, że ING BSK bez podniesienia kapitału może sfinansować obie transakcje, ale nie wypłaci dywidendy lub sfinansuje jedną i nadal zaofertuje dywidendę.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	2 953,4	3 452,8	3 711,9	4 086,1	4 668,2
Wynik pozaodsetkowy	1 371,1	1 303,1	1 454,0	1 468,6	1 512,8
Koszty ogółem	2 099,2	2 122,6	2 303,7	2 400,9	2 496,8
Zysk operacyjny*	2 225,3	2 633,3	2 862,2	3 153,8	3 684,2
Zysk netto	1 253,1	1 403,1	1 523,6	1 661,7	1 956,1
Koszty/przychody (%)	48,5	44,6	44,6	43,2	40,4
ROE (%)	11,8	12,6	12,5	12,7	13,8
P/E (x)	18,8	16,8	15,5	14,2	12,0
P/BV (x)	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6
DPS	4,30	0,00	3,20	3,51	3,83
Stopa dywidendy (%)	2,4	0,0	1,8	1,9	2,1

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	181,00 PLN
Cena docelowa	200,00 PLN
Kapitalizacja	23,55 mld PLN
Free float	5,89 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,2 mln PLN

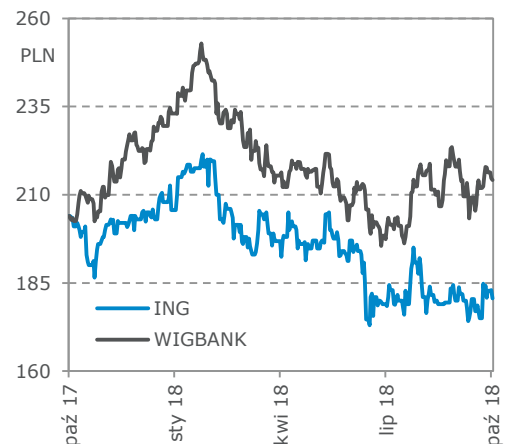
Struktura akcjonariatu

ING Bank N.V.	75,00%
Aviva OFE	8,12%
Pozostali	16,88%

Profil spółki

Bank posiada szeroką ofertę produktową skierowaną zarówno do klientów detalicznych, jak i korporacyjnych. Spółka charakteryzuje się jednym z najniższych wśród banków giełdowych wskaźnikiem kredyty/depozytów – ok. 84%. Nadwyżki płynnościowe lokowane są w papiery dłużne, głównie polskie obligacje rządowe. Baza depozytowa zdominowana jest przez oszczędności detaliczne. W portfelu kredytowym dominują kredyty korporacyjne, chociaż bank stopniowo zdobywa udziały rynkowe w kredytach detalicznych, a w szczególności hipotecznych.

Kurs akcji ING na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
ING BSK	200,00	212,00	akumuluj	akumuluj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	181,00	200,00	+10,5%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	2020P
WNDB		+0,8%	-1,7%	+2,0%
Zysk brutto		-4,6%	-6,1%	+0,7%
Zysk netto		-7,6%	-6,8%	+0,8%

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Millennium: redukuj (podwyższona)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Bez fuzji trudno uzasadnić wycenę

Podwyższamy naszą negatywną rekomendację do redukuj oraz podwyższamy 9-miesięczną cenę docelową do 8,40 PLN na akcję. Uważamy, że Bank Millennium niesie ze sobą znaczący bagaż kapitału nadwyżkowego dodatkowo wzmacnianego przez emisję kapitału Tier 2. Dodatkowy kapitał ciąży na rentowności banku i naszym zdaniem nie uzasadnia dywidendy, która i tak jest ograniczona przez kryteria K1 i K2 do 20% zysku netto. Pomimo dobrej dynamiki sprzedaży kredytów uważamy, że Bank Millennium po raz kolejny nie zrealizuje strategii i nie uzyska 1 mld PLN zysku netto w 2020 roku. Niemniej jednak obecny poziom wyceny można uzasadnić przez potencjalną fuzję z Eurobankiem, oddziałem SocGen w Polsce. Fuzja mogłaby być sfinansowana z kapitałów nadwyżkowych, co rozwiązałoby program nadbagażu i bardzo zbliżyłoby bank do celów strategicznych. Bez fuzji i z bagażem kapitału oraz kredytów CHF uważamy, że Bank Millennium powinien być notowany na niższych wskaźnikach niż obecnie.

Konsensus jest za wysoko

Jesteśmy 3%-6% poniżej konsensusu na lata 2018-2020. Z jednej strony jesteśmy 2-3% poniżej konsensusu na wyniku odsetkowym oraz prowizyjnym, ale z drugiej nasze założenia na saldo rezerw są o 3-8% bardziej optymistyczne od rynku. Uważamy, że rynek zakłada jeszcze większe przyspieszenie w sprzedaży kredytów, co naszym zdaniem będzie trudne bez poluzowania kryteriów jakościowych oraz utrzymaniu marży. Zarząd przyznał, że większa sprzedaż kredytów konsumenckich odbija się na marży produktu. Z drugiej strony na tle konkurentów poziom prowizji do aktywów w Banku Millennium jest na średnim poziomie i biorąc pod uwagę profil klientów uważamy, że szybszy od rynku wzrost wyniku prowizyjnego jest trudny do uzasadnienia. Finalnie, wejście w życie ustawy CHF zredukuje prognozy (w naszym scenariuszu bazowym) o 149 mln PLN w 2019, 129 mln PLN w 2020 i 110 mln PLN w 2021.

Fuzja lepsza od dywidendy!

Pomimo rekordowych wskaźników wypłacalności (Tier1 równy 21%) Bank Millennium może wypłacić jedynie 20% zysku netto. Uważamy, że ucieczką od kapitału nadwyżkowego i wiecznego pościgu za wymaganiami KNF jest fuzja. Według prasy Bank Millennium jest jednym z dwóch banków w wyścigu o aktywa SocGen w Polsce, a zarazem ma największe szanse, aby wygrać przetarg. Na koniec 2017 roku Eurobank wykazał zysk netto na poziomie 102,8 mln PLN oraz posiadał 14 mld PLN aktywów (trzeba pomniejszyć o ekspozycję na kredyty CHF), 11,7 mld PLN kredytów, 6,8 mld PLN depozytów oraz kapitały własne na poziomie 1,6 mld PLN. Jednocześnie wskaźnik C/I na poziomie 67,6% wskazują na potencjał do restrukturyzacji, zaś koszt ryzyka na poziomie 1,05% potwierdza wysokomarżowy profil banku (NIM 4,81%). Uważamy, że cena za aktywa może być zbliżona do wartości księgowej ze względu na dobrą jakość aktywów. Jednocześnie uważamy, że Millennium może sfinansować zakup z kapitału nadwyżkowego. Fuzja miałaby pozytywny wpływ na marżę, a co najważniejsze przybliżyłaby bank do planowanego 1 mld PLN zysku netto w 2020 roku.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 505,8	1 696,5	1 788,7	1 964,8	2 150,9
Wynik pozaodsetkowy	1 122,2	953,1	950,3	969,3	1 005,6
Koszty ogółem	1 268,1	1 280,6	1 303,5	1 362,4	1 422,0
Zysk operacyjny*	1 359,9	1 368,9	1 435,5	1 571,7	1 734,5
Zysk netto	701,3	681,2	735,0	815,2	909,2
Koszty/przychody (%)	48,3	48,3	47,6	46,4	45,1
ROE (%)	10,5	9,3	9,1	9,5	9,8
P/E (x)	16,0	16,5	15,3	13,8	12,4
P/BV (x)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,12	0,13
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	1,3	1,4

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	9,27 PLN
Cena docelowa	8,40 PLN
Kapitalizacja	11,25 mld PLN
Free float	5,61 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	14,4 mln PLN

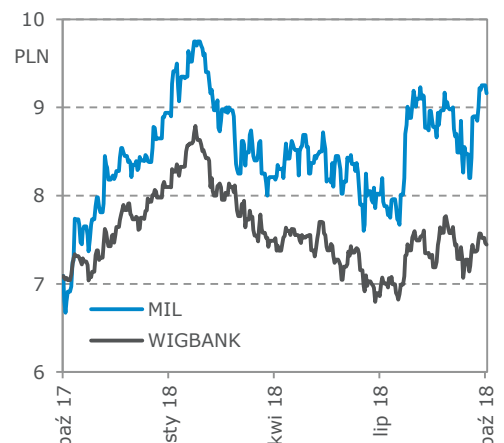
Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	8,99%
Aviva OFE	5,44%
Pozostali	35,47%

Profil spółki

Millennium jest siódmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 4%. Bank zarówno po aktywnej, jak i pasywnej stronie bilansu jest zdominowany przez segment detaliczny. Około 59% portfela kredytowego stanowią kredyty hipoteczne, z których ok. 66% stanowią kredyty walutowe. Oczekujemy, że ze względu na wysokie wymagania regulacyjne oraz rekomendacje KNF, bank nie wypłaci dywidendy przez najbliższe 2 lata.

Kurs akcji MIL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Millennium	8,40	7,00	redukuj	sprzedaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
Millennium	9,27	8,40	-9,4%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	
WNDB		-1,3%	-0,3%	
Zysk brutto		+2,7%	+3,8%	
Zysk netto		+1,8%	+2,7%	

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Handlowy: kupuj (podtrzymana)

BHW PW; BHW.WA | Banki, Polska

Bezpieczny profil i możliwy cel przejęcia

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Banku Handlowego lekko obniżając cenę docelową do 90,00 PLN na akcję. Bank Handlowy pozytywnie zaskoczył wynikami w 1H'18 głównie ze względu na wynik handlowy oraz koszty rezerw. Z drugiej strony bank nie spełnił oczekiwań rynku odnośnie wyniku odsetkowego oraz prowizyjnego. Podsumowując uważamy, że konsensus na ten rok powinien wzrosnąć o 2%, spaść o 2% w 2019 i wzrosnąć o 7% na 2020 rok. Jednocześnie dostosowujemy nasze prognozy obniżając wynik odsetkowy o 6% na rok obecny i 15% na 2019, co w części jest równoważone przez niższe saldo rezerw (o 8% w każdym roku). Uważamy, że Bank Handlowy pozostanie Spółką dywidendową poświęcając dla tego celu wzrost aktywów, którego średnioroczny wzrost oceniamy na 6% (CAGR 2017-20). W oczekiwaniu na kolejną dywidendę uważamy, że inwestycja w walory Bank Handlowego obecnie ma również sens ze względu na jego bezpieczny profil (brak CHF) oraz na ewentualne spekulacje dotyczące przejęcia banku.

Podwyżki stóp wpłyną na konsensus w 2020

Uważamy, że konsensus wykonał już swój ruch po wynikach za 1H'18 i zmiany na 2018 i 2019 będą kosmetyczne. Niemniej jednak, największa wrażliwość na podwyżki stóp procentowych powoduje naszym zdaniem, że konsensus na 2020 rok kiedy przewidujemy podwyżki stóp jest zaniżony aż o 7%. W naszych prognozach zakładamy koszt ryzyka na poziomie 40-45 p.b. przez następne 3 lata i każde rozwiązanie rezerw, do którego nas Bank Handlowy w przeszłości przyzwyczaił może być źródłem wzrostu konsensusu.

DPS rośnie

Poprawa wyników w sposób organiczny lub jednorazowy przekłada się na dywidendę. Oczekujemy, że dywidenda na akcje wzrośnie z 4,11 PLN w 2018 do 5,09 w 2019 a następnie do 5,29 w 2020. Przekłada się to na najwyższy w sektorze wskaźnik DYield na poziomie 6,62% w 2019 i 6,88%.

Handlowy może zostać sprzedany?

Tak. W 2014 roku Citigroup podjął decyzję wyjścia z działalności detalicznej na 11 rynkach za wyjątkiem Polski. Niemniej jednak decyzja ta została podjęta w innym niż teraz środowisku operacyjnym, włączając w to wyższy poziom stóp czy brak podatku bankowego. Od 2014 roku ROE Banku Handlowego spadło z 13% do szacowanych przez nas 9,5% w 2018 roku a ROA z 2,0% do 1,5%. Zgadza się z opiniami środowiska, że w Polsce postępować będzie konsolidacja sektora nie tylko przez przejęcia, ale także przez organiczny wzrost największych banków kosztem udziału rynkowego mniejszych graczy. Bank Handlowy kojarzony z klientami affluent już rozpoczął walkę o bardziej uniwersalnego klienta (np. bony do Biedronki), ale naszym zdaniem będzie ona bardzo trudna ze względu na politykę banku z poprzednich lat (np. zamykanie oddziałów, kojarzenie banku z klientami zamożnymi). Uważamy, że rosnąca rentowność banku, nadal atrakcyjna baza klientów affluent, wysoka jakość aktywów jest idealnym celem przejęcia, co dodatkowo może skłonić Citigroup do wydzielenia części detalicznej także w Polsce.

(mIn PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 003,6	1 082,1	1 108,1	1 183,0	1 406,5
Wynik pozaodsetkowy	1 106,9	1 028,8	1 147,0	1 177,9	1 212,8
Koszty ogółem	1 231,2	1 223,3	1 225,6	1 272,4	1 310,3
Zysk operacyjny*	879,4	887,7	1 029,5	1 088,6	1 309,0
Zysk netto	601,6	535,6	665,2	691,0	841,3
Koszty/przychody (%)	58,3	57,9	54,3	53,9	50,0
ROE (%)	8,8	7,8	9,5	9,8	11,7
P/E (x)	16,7	18,8	15,1	14,5	11,9
P/BV (x)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
DPS	4,68	4,53	4,11	5,09	5,29
Stopa dywidendy (%)	6,1	5,9	5,3	6,6	6,9

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	76,90 PLN
Cena docelowa	90,00 PLN
Kapitalizacja	10,05 mld PLN
Free float	2,51 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,4 mln PLN

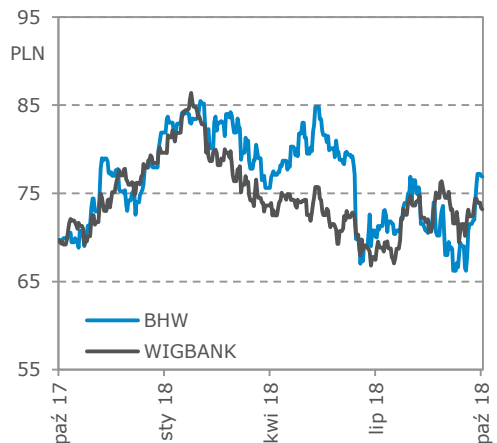
Struktura akcjonariatu

Citibank Overseas Investment Corporation	75,00%
Pozostali	25,00%

Profil spółki

Bank koncentruje się na obsłudze dużych międzynarodowych klientów korporacyjnych, co jest odzwierciedlone w dominacji segmentu korporacyjnego zarówno w depozytach, jak i kredytach banku. W segmencie detalicznym bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Handlowy jest jednym z najlepiej dokapitalizowanych banków giełdowych ze współczynnikiem wypłacalności CET1 na poziomie 17,3%. Bank charakteryzuje także niski wskaźnik kredytów do depozytów, który na koniec 3Q'17 kształtował się na poziomie 55,91%.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	90,00	94,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Handlowy	76,90	90,00	+17,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P
WNDB	-1,0%	-5,9%
Zysk brutto	2,7%	-10,0%
Zysk netto	5,2%	-10,2%

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podtrzymana)

ALR PW; ALR.WA | Banki, Polska
Fuzji nie ma, ale obawy pozostały

Obniżamy naszą cenę docelową do 96,00, ale podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku. Po wynikach za 1H'18 Alior Bank rozczarował nas odnośnie kosztów operacyjnych. Według naszych wyliczeń w wyniku fuzji z bankiem BPH koszty powinny być niższe o 200 mln PLN a wskaźnik kosztów do dochodów lekko poniżej 40% wobec zakładanych przez Zarząd 44% obecnie. Z drugiej strony praktycznie nie zmieniamy naszej ambitnej prognozy wyniku odsetkowego. Konsensus na rok bieżący kontynuuje ruch w dół i obecnie jest na poziomie 783 mln PLN wobec naszej prognozy na poziomie 806 mln PLN. W kontrze stoi Zarząd, który zapowiedział, że wraz z wynikami za 3Q'18 przeprowadzi pozytywną rewizję swoich celów na 2018 rok. Rewizja ma dotyczyć w szczególności kosztu ryzyka, który jest obecnie przewidziany na poziomie 1,8%. Pozostajemy pozytywni na perspektywy Alior Banku i obecnie widzimy większe szanse na pozytywne rewizje niż negatywne. Jest on obecnie najatrakcyjniej wyceniony oferując znaczący zwrot dla akcjonariuszy.

Tempo wzrostu poza zasięgiem konkurencji

Obniżamy nasze prognozy zysku netto o 15,0% w 2018 roku oraz o 11,8% w 2019 roku. W naszej prognozie zakładamy wzrost kredytów brutto na poziomie +6 mld PLN w 2018 roku, 5 mld PLN w 2019 i 4 mld w 2020. Utrzymujemy płaski koszt ryzyka na poziomie 1,7% w najbliższych 3 latach. Pomimo negatywnej rewizji prognoz zysk netto w Alior Banku rośnie w średniorocznym tempie 33% (CAGR 2017-20), którego inne instytucje mogą tylko pozazdrościć. Uważamy, że w przyszłości Alior Bank może zaskoczyć nas wzrostem kredytów oraz kosztem ryzyka. Obecnie widzimy większe szanse na podwyżki naszych prognoz niż dalsze obniżki.

Rozwiejmy obawy rynku

Sentyment inwestorów uległ znacznemu pogorszeniu a) po ogłoszeniu prac nad fuzją pomiędzy Aliorem a Bankiem Pekao, b) przez kolejne zmiany w Zarządzie, c) przez wpływ IFRS9 na kapitały, d) przez obniżkę konsensusu czy e) finalne spekulacje dotyczące przejęcia Eurobanku. Zarząd Banku Pekao stwierdził, że fuzja została definitywnie zaniechana wskazując na brak zgody na cenę oraz pro cykliczny charakter Aliora sugerując pogorszenie jakości aktywów w momencie spowolnienia gospodarczego. Uważamy, że jakość aktywów Aliora powinna być stabilna w najbliższych latach co potwierdza Zarząd ogłaszając przyszłą pozytywną rewizję kosztu ryzyka. Przełoży się to naszym zdaniem także na konsensus, który obecnie obawia się o saldo rezerw w banku. Ponadto uważamy, że bardzo wysokie ROE zniweluje negatywne skutki IFRS 9, a bank będzie w stanie budować coraz wyższe wskaźniki wypłacalności. Finalnie uważamy, że przejęcie Eurobanku pociągnęłoby za sobą podniesienie kapitału, które nie odbędzie się bez zgody akcjonariuszy. Transakcja taka musiałaby być bardzo dobrze uzasadniona, a co za tym idzie tworząca wartość dla akcjonariuszy.

(mIn PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 946,0	2 841,1	3 109,5	3 493,9	3 841,2
Wynik pozaodsetkowy	1 251,7	956,0	1 011,6	984,1	1 032,0
Koszty ogółem	1 618,6	1 930,3	1 833,3	1 885,5	1 942,9
Zysk operacyjny*	1 579,1	1 866,8	2 287,9	2 592,5	2 930,4
Zysk netto	575,2	515,2	805,6	996,6	1 198,7
Koszty/przychody (%)	50,6	50,8	44,5	42,1	39,9
ROE (%)	11,9	8,0	11,2	12,4	13,1
P/E (x)	11,0	15,8	10,1	8,2	6,8
P/BV (x)	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	62,90 PLN
Cena docelowa	96,00 PLN
Kapitalizacja	8,13 mld PLN
Free float	5,54 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	33,5 mln PLN

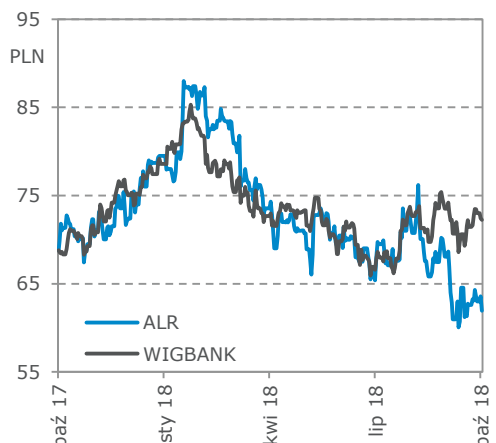
Struktura akcjonariatu

PZU SA, PZU SFIO UNIVERSUM	31,91%
Aviva OFE	7,25%
NN OFE	5,84%
BlackRock Inc.	5,66%
Pozostali	49,33%

Profil spółki

Alior Bank jest najbardziej dynamicznie rozwijającym się bankiem w Polsce. W przeciągu ostatnich 3 lat suma bilansowa rosła średnio rocznie w tempie 24% (CAGR). Bank oprócz rozwoju organicznego szuka okazji we wzroście poprzez przejęcia (Meritum Bank, Bank BPH). Wysoki udział kredytów konsumenckich w portfelu (39%) pozwala na utrzymanie przez bank bardzo wysokiej marży odsetkowej (>4%). Z drugiej strony, duży udział ryzykownych kredytów ma swoje odzwierciedlenie w bardzo wysokim koszcie ryzyka (179 p.b. na koniec 2017 roku). Oczekujemy, że w kolejnych latach Alior utrzyma wysokie tempo wzrostu.

Kurs akcji ALR na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Alior Bank	96,00	109,00	kupuj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	Alior Bank	62,90	96,00	+52,6%
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	
WNDB		-0,1%	-0,6%	
Zysk brutto		-10,1%	-9,8%	
Zysk netto		-15,0%	-11,8%	

Analitik:

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

czwartek, 4 października 2018 | aktualizacja raportu

Getin Noble Bank: trzymaj (podtrzymana)

GNB PW; GNB.WA | Banki, Polska

Wyjście na prostą

Obniżamy naszą cenę docelową dla GNB do 1,00 PLN na akcję. Po znaczących stratach jednorazowych w 2018 roku uważamy, że GNB poniesie stratę netto w 2018 roku. Druga połowa roku zapowiada się znacznie lepiej niż pierwsza i oczekujemy trwałego powrotu do rentowności Spółki. Dodatkowo wyniki 4Q powinny być wsparte przez zysk jednorazowy związany ze sprzedażą Noble Securities w wysokości około 90 mln PLN. Cały czas w naszych prognozach nie uwzględniamy emisji instrumentów AT1. Emisja tych instrumentów na atrakcyjnych warunkach jest w znaczącej części zależna od poprawy wyników w kolejnych latach. Uważamy, że istnieje znaczące prawdopodobieństwo fuzji z Idea Bank. Finał prac mających na celu ocenę efektów fuzji przewidziany jest na początek listopada. Zgodnie z Zarządem uważamy, że fuzja taka jest w stanie wygenerować znaczące synergije kosztowe, ale jednocześnie obawiamy się o jakość dotychczasowego wyniku Idea Banku, szczególnie w świetle ostatnich odpisów. Z tego też powodu zalecamy ostrożne podejście do inwestycji w walory GNB przez co utrzymujemy rekomendację trzymaj.

Ustawa CHF nie taka straszna

W naszym bazowym scenariuszu ustawa o wsparciu kredytobiorców hipotecznych (stawka obciążenia równa 1 p.p. rocznie) kosztować będzie bank 342 mln PLN do momentu całkowitego przewalutowania ekspozycji CHF. W pierwszym roku obciążenie stanowić będzie 58% zysku netto Spółki, a następnie w kolejnych dwóch latach 28% oraz 17%. W najgorszym scenariuszu (opłata 2 p.p. rocznie) strata GNB w 2019 roku wyniesie „zaledwie” 25 mln PLN. Wpływ ustawy na wycenę GNB szacujemy w przedziale 0,29-0,50 PLN na akcję.

Fuzja z Ideą może być problemem

Według doniesień prasowych prace nad fuzją pomiędzy GNB a Idea Bank mogą zostać ukończone na początku listopada br. Z jednej strony zgadzamy się z Zarządem, że fuzja może nieść za sobą znaczące oszczędności kosztowe, także po stronie kosztu finansowania, ale z drugiej strony mamy obawy odnośnie jakości wyniku Idea Bank. Spadek wyniku GNB w ostatnich latach wynika z m.in. konserwatywnego podejścia do księgowania wyniku prowizyjnego oraz do sprzedaży produktów inwestycyjnych. Zastosowanie takich samych standardów w Idea może, ale nie musi, skutkować kolejnym spadkiem rentowności Spółki.

Wycena GNB z głębokim dyskontem

Obecnie wyceniamy GNB na 0,2x P/BV. Obniżamy naszą fair wycenę ze względu na kolejne odpisy, które pojawiły się w wynikach za 1H'18. Nasza wycena nie odbiega znacząco od wycen europejskich banków, które również przechodziły przez znacznie poważniejsze problemy kapitałowe i z rentownością (np. banki włoskie). Uważamy, że wyższa wycena zależeć będzie od progresu jaki bank wykona w celu poprawy wyników w kolejnych kwartałach, a co za tym idzie uprawdopodobni emisję dodatkowych instrumentów Tier 1.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy	1 316,7	1 296,9	1 223,8	1 446,8	1 614,3
Wynik pozaodsetkowy	241,5	183,0	282,5	224,5	249,6
Koszty ogółem	859,0	894,9	932,2	929,9	929,0
Zysk operacyjny*	699,1	585,1	574,1	741,4	934,9
Zysk netto	-58,5	-574,9	-43,1	159,8	313,7
Koszty/przychody (%)	55,1	60,5	61,9	55,6	49,8
ROE (%)	-	-	-	3,3	6,2
P/E (x)	-	-	-	3,5	1,8
P/BV (x)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	0,53 PLN
Cena docelowa	1,00 PLN
Kapitalizacja	0,47 mld PLN
Free float	0,18 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,7 mln PLN

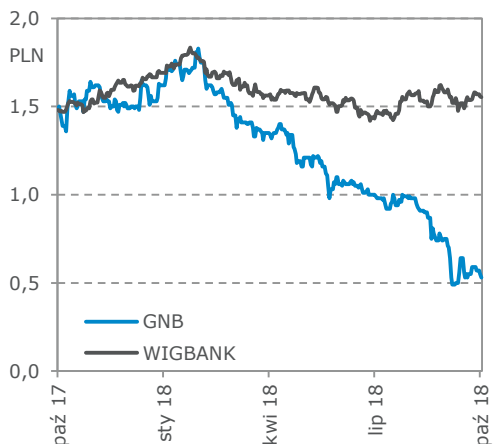
Struktura akcjonariatu

LC Corp B.V.	45,95%
Leszek Czarnecki	8,75%
Getin Holding	6,62%
Pozostali	38,68%

Profil spółki

Bank prowadzi działalność na rynku polskim i w chwili obecnej jest „prawie” niezależny od Getin Holdingu, innego podmiotu kontrolowanego przez Leszka Czarneckiego. Getin Noble Bank jest bankiem detalicznym, zarówno pod kątem struktury portfela kredytowego, jak i bazy depozytowej. Getin Noble Bank pozostaje bankiem najstabiliej skapitalizowanym, wśród tych przez nas analizowanych ze wskaźnikiem Tier-1 na poziomie 12,44%. Pozostałe wyzwania dla banku to poprawa marży odsetkowej.

Kurs akcji GNB na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
GNB	1,00	1,40	trzymaj	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	0,53	1,00	+88,7%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	2020P
WNDB		+6,3%	+7,1%	+3,4%
Zysk brutto		-	+9,8%	-7,3%
Zysk netto		-	+11,0%	-6,8%

Analitik:

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

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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 Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

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 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla Santander Bank Polska.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta dla spółek Alior Bank, Santander Bank Polska.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich z emitentami: Alior Bank, Getin Noble Bank, Bank Handlowy, ING BSK, Bank Millennium, Bank Pekao, PKO BP, Santander Bank Polska.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi od emitentów: Alior Bank, Getin Noble Bank, Bank Handlowy, ING BSK, Bank Millennium, Bank Pekao, PKO BP, Santander Bank Polska.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 4 października 2018 o godz. 8:30.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 października 2018 o godz. 8:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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.

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	109,00	90,00
kurs z dnia wydania	85,50	78,10

Getin Noble Bank

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-05-09	2018-03-05	2018-02-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	1,40	1,50	1,50	1,27
kurs z dnia wydania	1,17	1,45	1,83	1,61

Handlowy

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-01	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	94,00	94,00	85,00
kurs z dnia wydania	77,50	84,70	83,70

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	212,00	212,00	212,00	212,00	152,39
kurs z dnia wydania	190,00	178,40	198,00	220,00	203,00

Millennium

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia wydania	9,12	8,35	9,59

Pekao

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	157,00
kurs z dnia wydania	135,90

PKO BP

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01
cena docelowa (PLN)	38,00	38,00	38,00	31,20
kurs z dnia wydania	39,74	42,20	45,66	42,30

Santander BPL

rekomendacja	akumuluj	kupuj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-09-03	2018-03-05	2018-02-01	2017-12-01	2017-11-03
cena docelowa (PLN)	430,00	430,00	430,00	377,87	377,87
kurs z dnia wydania	376,00	357,80	420,00	370,00	358,50

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl