

czwartek, 15 stycznia 2015 | komentarz specjalny

## Banki – Uwolnienie Franka

### Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

**Szwajcarski Bank Centralny ogłosił, że przestaje bronić swojej waluty. Kurs waluty do dzisiejszej decyzji był sztywno ustalony na 1,2 EUR/CHF. W przeciągu dnia kurs CHF do PLN osłabił się do 5 PLN/CHF aby obecnie ustabilizować się na poziomie 4,2 PLN/CHF. Jednocześnie, Szwajcarski Bank Centralny obniżył stopę procentową z -0,25% do -0,75%.**

**Uważamy, iż wiadomość jest negatywna dla banków z dużą ekspozycją na kredyty walutowe, a w szczególności dla tych, które finansują portfel kredytowy w CHF SWAPami (Bank Millennium, BZ WBK, GNB, PKO BP). Oczekujemy, iż osłabienie waluty spowoduje większą presję na finansowanie sektora, nieznaczny wzrost kredytów niepracujących, spadek wskaźników wypłacalności (waga 100% w aktywach ważonych ryzykiem) oraz presję polityczną. Uważamy, iż w regionie relatywnie bezpiecznymi bankami tzn. z niską ekspozycją na kredyty w CHF są Komercni Banka, Bank Handlowy, Pekao, Alior oraz ING BSK.**

#### Udział kredytów hipotecznych w CHF

|            | % w hipotekach | % w aktywach |
|------------|----------------|--------------|
| BPH        | 90%            | 43%          |
| Millennium | 65%            | 29%          |
| GNB        | 41%            | 21%          |
| BZ WBK     | 48%            | 12%          |
| PKO BP     | 28%            | 10%          |
| Pekao      | 12%            | 3%           |
| ING        | 9%             | 1%           |
| Alior      | 4%             | 1%           |
| Handlowy   | 0%             | 0%           |

Źródło: mDom Maklerski, Banki

#### Presja na finansowanie

Uważamy, iż jednym z najbardziej istotnych problemów z jakim banki w Polsce będą musiały się zmierzyć to finansowanie. Oprócz wyższego kosztu SWAPów, oczekujemy wzrostu popytu na depozyty, a przez co presji na ich ceny. Uważamy, iż wraz z oczekiwaną obniżką stóp procentowych presja na marżę sektora może być znacznie wyższa w obecnym roku niż podczas ostatniego cyklu. Jednocześnie, uważamy iż banki mogą rozpoznać jednorazowy zysk z tytułu SWAPów w wynikach za 1Q'15.

#### Jakość aktywów nie powinna się znacząco pogorszyć

Nie oczekujemy znaczącego wzrostu wskaźnika NPL w sektorze pomimo znaczącego osłabienia waluty. W analizowanych przez nas bankach istnieje możliwość wykorzystania ujemnego LIBORU do obliczania rat kredytowych. Według naszych szacunków, osłabienie waluty do poziomu 4,2 PLN/CHF spowoduje wzrost raty kredytowej jedynie o około 6% przy założeniu obniżeniu LIBORu. Niemniej jednak, wskaźnik LTV na kredytach hipotecznych ulegnie znaczącemu pogorszeniu, co w konsekwencji może spowodować potrzebę zwiększenia zabezpieczenia na kredytach przez banki poprzez dodatkowe wkłady finansowe lub ubezpieczenie. Wzrost wskaźnika LTV będzie miał również negatywny wpływ na rynek nieruchomości.

#### Nie oczekujemy podniesienia kapitału

Nie oczekujemy, aby wzrost aktywów ważonych ryzykiem spowodował potrzebę podniesienia kapitału pośród analizowanych przez nas banków. Wśród analizowanych przez nas banków największy wpływ osłabienia waluty na wskaźnik wypłacalności Tier1 oczekujemy w Banku Millennium (-128 p.b.) a następnie w PKO BP (-68 p.b.), GNB (-62 p.b.), Pekao (-18 p.b.). Jednocześnie uważamy, iż osłabienie wskaźników wypłacalności może pociągnąć za sobą zmianę regulacji na temat dywidend w Polsce, a nawet wstrzymanie jej wypłaty w obecnym wymiarze za rok 2014. Zmiany regulacji odnośnie wypłaty dywidend mogłyby być potencjalnie negatywne dla Banku Pekao oraz Banku Handlowego.

#### Banki zagraniczne

Ekspozycja Erste Bank na CHF największa jest w Austrii (6,9 mld EUR), a następnie na Węgrzech (2,3 mld EUR) i w Chorwacji (0,6 mld EUR). W RBI ekspozycja na CHF największa jest w Polsce (2,9 mld EUR), w Rumunii (0,4 mld EUR), w Chorwacji (0,3 mld EUR) oraz w Serbii (0,1 mld EUR). Uważamy, iż ekspozycja węgierska została już w dużym stopniu zaadresowana poprzez porozumienie o przewalutowaniu, zaś duża ekspozycja RBI na CHF w Polsce może przyspieszyć decyzję banku o sprzedaży.

#### Presja polityczna

Finalnie, widzimy ryzyko polityczne. Znaczące osłabienie waluty może skłonić polityków do zastosowania wariantu eliminacji kredytów walutowych z polskiego rynku. Podobny ruch został ostatnio wykonany na Węgrzech, gdzie walutowe kredyty zostaną przewalutowane na walutę lokalną przy zastosowaniu niższych marż.

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/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

**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 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

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 S.A. 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.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**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 branżą; 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.

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszc  
wicedyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mdm.pl](mailto:kamil.kliscz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)  
handel

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Piotr Dudziński  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

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

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)