



piątek, 20 maja 2016 | aktualizacja raportu

Handlowy: akumuluj (podwyższona)

BHW.PW; BHW.WA | Banki, Polska

Oczekiwana poprawa wyników

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację z trzymaj do akumuluj dla Banku Handlowego, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 80,00 PLN na akcję. Uważamy, że przecena po ogłoszeniu przez bank gorszego wyniku handlowego w 1Q'16 była zbyt wysoka (-12% od 5 kwietnia). Oczekujemy, że wyniki w 1Q'16 były najgorsze w całym roku, a wynik handlowy jak i marża powinny zanotować znaczącą poprawę zaczynając od 2Q'16. Bank jest również przed wypłatą dywidendy w wysokości 4,68 PLN na akcję, której dzień ustalenia praw został ustalony na 4 lipca. Na 2016 P/E Bank Handlowy notowany jest jedynie z 7% premią do grupy porównawczej, ale z 18% dyskontem do Banku Pekao wobec 5% dyskonta na 5-letniej średniej. Uważamy, że wyższa premia do średniej jest uzasadniona przez konserwatywny bilans (brak CHF, wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 55%) oraz wskaźniki wypłacalności, które pozwalają wypłacać dywidendę na poziomie 100% przez co najmniej kolejne trzy lata. Finalnie oczekujemy, że słaby wynik handlowy w 1Q'16 zostanie w pełni zrekompensowany przez zysk jednorazowy z tytułu transakcji Visa w 3Q'16, przez co obecny konsensus na 2016 rok jest zbyt niski.

Najgorsze w wynikach za nami

Nasze prognozy zostały podwyższone o 4,6% na 2016 r. oraz obniżone o 9,8% na 2017 r. W naszych prognozach na lata 2016-18 zawarliśmy niższy wynik handlowy, cięcie stóp procentowych o 25 p.b. w 3Q'16 jak i zysk jednorazowy z tytułu Visa w 3Q'16 (+69,6 mln PLN). Jednocześnie uważamy, że wpływ cięcia stóp procentowych na wynik odsetkowy będzie mitygowany przez redukcję depozytów, a co za tym idzie kosztów finansowania. Oczekujemy, że zysk netto Banku Handlowego skurczy się jedynie o 0,9% w 2016 roku, 3,3% w 2017 roku, aby następnie wzrosnąć o 14,8% w 2018 roku. Nasze prognozy znajdują się obecnie 7% powyżej konsensusu na 2016 rok, ale 5-4% poniżej na lata 2017-18.

Powtarzalna dywidenda

Oczekujemy, że Bank Handlowy wypłaci 100% dywidendy w latach 2016-18, co powinno przełożyć się na stabilny wskaźnik DY na poziomie 6%. Obecna polityka dywidendowa KNF zakłada, że aby wypłacić 100% zysku netto w formie dywidendy bank musi posiadać wskaźnik Tier 1 na poziomie 13,25% oraz TCR równy 16,25%. Oczekujemy, że Bank Handlowy spełniać będzie ww. wymagania. Dodatkowo dywidenda w 2017 roku zostanie wsparta przez jednorazowy zysk na transakcji Visa (69,6 mln PLN).

Premia gwarantowana

Bank Handlowy na wskaźniku 2016 P/E 15,8x notowany jest z 7% premią do polskiego sektora wobec 12% historycznie. Uważamy, że Bank Handlowy powinien być notowany z jeszcze wyższą premią do sektora ze względu na najniższy wskaźnik kredytów do depozytów, jeden z najwyższych wskaźników wypłacalności, brak CHF oraz wysoką powtarzalną dywidendę.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 163,9	976,6	990,4	1 016,5	1 071,0
Wynik pozaodsetkowy	1 301,5	1 127,5	1 125,4	1 104,1	1 123,8
Koszty ogółem	1 315,6	1 330,6	1 240,2	1 246,0	1 276,5
Zysk operacyjny*	1 149,9	773,5	875,6	874,6	918,3
Zysk netto	947,3	626,4	620,7	600,0	618,0
Koszty/przychody (%)	53,4	63,2	58,6	58,8	58,2
ROE (%)	12,9	8,8	9,1	8,7	8,9
P/E (x)	10,4	15,7	15,8	16,4	15,9
P/BV (x)	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
DPS	7,2	7,4	4,7	4,8	4,6
Stopa dywidendy (%)	9,5	9,9	6,2	6,3	6,1

*Zysk operacyjny przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	75,29 PLN
Cena docelowa	80,00 PLN
Kapitalizacja	9 837 mln PLN
Free float	2 459 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	7,18 mln PLN

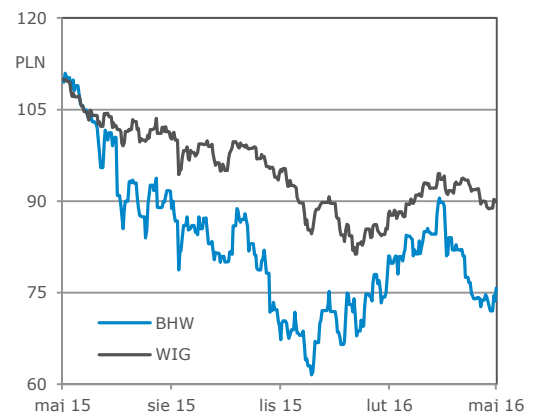
Struktura akcjonariatu

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 17,5%. Bank charakteryzuje także niski wskaźnik kredytów do depozytów, który na koniec 1Q'16 kształtował się na poziomie 54,7%.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	80,00	81,97	akumuluj	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
Handlowy	75,29	80,00	+6,3%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2016P	2017P	
WNDB		-0,1%	-5,1%	
Zysk brutto		+3,0%	-10,5%	
Zysk netto		+4,6%	-9,8%	

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.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**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 S.A.**

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 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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

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.

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 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Banku Handlowego

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2015-09-15	2015-12-22	2016-02-02	2016-03-04	2016-04-06	2016-05-06
kurs z dnia rekomendacji	85,50	70,00	74,46	84,41	85,85	72,69
WIG w dniu rekomendacji	51519,45	46247,43	44294,89	46448,27	47790,29	46430,16

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

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

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybal@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

Kamil Szymański
dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mdm.pl

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl