

poniedziałek, 6 marca 2017 | komentarz specjalny

## PKO BP przedstawia pomysł na pomoc dla frankowiczów

Rekomendacja: redukcja | cena docelowa: 31,20 PLN | cena bieżąca: 34,85

**PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska**

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

**Na konferencji dla analityków PKO BP przedstawił pomysł na pomoc dla kredytobiorców CHF. Pomysł zakłada pomoc wyselekcjonowanej grupie kredytobiorców bazującą na wskaźniku DTI (*debt-to-income*) oraz LTV (*loan-to-value*). W ramach propozycji banku kredyty CHF miałyby zostać przewalutowane na PLN tak, aby rata kredytu pozostała niezmienną. Prezes PKO BP szacuje, że z propozycji mogłoby skorzystać około 10% kredytobiorców. Szczegółowa propozycja ma zostać przedstawiona w kwietniu br. W przypadku sprzyjającej sytuacji makroekonomicznej propozycja może zostać rozszerzona także na kolejne lata.**

**Pozostajemy negatywni na banki z ekspozycją na CHF ze względu na i) nowe regulacje KSF, które wymuszają na bankach coraz większą alokację kapitału, ii) obostrzenia dywidendowe, które utrzymują się w kolejnych latach, iii) nie ujęcie w konsensusie ustawy spreadowej, iv) nie ujęcie w konsensusie znaczącego prawdopodobieństwa dobrowolnego przewalutowania, które może położyć się cieniem na dochodowości sektora przez kolejne lata.**

### Wpływ propozycji PKO BP na sektor

(mld PLN)	Rynek	PKO	PEO	BZW	ING	MIL	GNB
Ekspozycja na kredyty CHF (3Q'16)	132,14	30,20	4,47	15,77	1,35	17,94	12,86
10% ekspozycji	13,21	3,02	0,45	1,58	0,13	1,79	1,29
Odpis	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Jednorazowa strata przez RZiS	-2,60	-0,59	-0,09	-0,31	-0,03	-0,35	-0,25
Zysk na wyniku odsetkowym	0,23	0,05	0,01	0,03	0,00	0,03	0,02
<b>Łączny wpływ na RZiS</b>	<b>-2,36</b>	<b>-0,54</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,23</b>
Zysk netto wg konsensusu		2,81	2,21	2,20	1,36	0,56	0,16
<b>Zysk netto po odpisie</b>		<b>2,27</b>	<b>2,13</b>	<b>1,91</b>	<b>1,34</b>	<b>0,24</b>	<b>-0,07</b>
Ustawa spreadowa – wariant 8,5 mld PLN		-0,80	-0,29	-1,01	-0,09	-1,15	-0,83
<b>Zysk netto (po spreadach i przewalutowaniu)</b>		<b>1,47</b>	<b>1,84</b>	<b>0,90</b>	<b>1,25</b>	<b>-0,91</b>	<b>-0,90</b>
Ustawa spreadowa – wariant 3,5 mld PLN		-0,33	-0,12	-0,42	-0,04	-0,48	-0,34
<b>Zysk netto (po spreadach i przewalutowaniu)</b>		<b>1,94</b>	<b>2,01</b>	<b>1,50</b>	<b>1,30</b>	<b>-0,23</b>	<b>-0,42</b>

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Biorąc pod uwagę wzrost kursu CHF z 2,4 PLN do 4,0 PLN oraz spread na kredycie CHF na poziomie 0,4% uważamy, że odpis na ekspozycji powinien wynieść około 20%. Jednocześnie bank zanotuje lekki wzrost wyniku odsetkowego związany z wyższym środowiskiem stóp procentowych w PLN. Jesteśmy sceptyczni odnośnie propozycji PKO BP. Uważamy, że ze względu na utrzymanie raty na niezmiennym poziomie wskaźnik DTI klienta nie ulegnie poprawie, a może się nawet pogorszyć w przypadku oczekiwanej przez rynek podwyżki stóp procentowych. Dodatkowo, odpis na poziomie 20% nie gwarantuje zejścia wskaźnika LTV poniżej 100% co dla wielu klientów może być kluczowe. Propozycja w sposób znikomy zmniejsza ryzyko walutowe banku.

Szacujemy, że propozycja PKO BP spowodowałaby 19% spadek prognozowanego przez rynek zysku netto dla banku. W przypadku przyjęcia propozycji przez pozostałe banki, największy wpływ na RZiS widzimy w GNB, gdzie propozycja spowodowałaby roczną stratę, a następnie w Banku Millennium (57% zysku netto) i w BZ WBK (13% zysku netto). Oczekiwana ustawa spreadowa dodatkowo pogłębiłaby stratę w GNB, a także spowodowałaby stratę w Banku Millennium.

#### 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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**PRÓWNOWAŻENIE (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:

**KUPIJ** – 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.

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.

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.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

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

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

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwhells, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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.

#### 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.

**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

**Mateusz Choromański, CFA**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

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

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

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

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

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

**Biuro Aktywnej Sprzedaży**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)