

piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

Banki

Polska

Brak podwyżek nie spowoduje katastrofy

Prognozowany przez naszych makro ekonomistów brak podwyżek stóp procentowych do końca kadencji RPP skłonił nas do rewizji naszych prognoz na 2020 rok dla sektora. W wyniku rewizji nasze prognozy zysku netto na 2020 rok zostały obniżone średnio o 4%, zaś wyniku odsetkowego o 3%. Jak wynika z naszych szacunków brak podwyżek nie oznacza katastrofy dla wyników sektora a konsensus na 2020 rok jest nadal w zasięgu banków. Uważamy, że rynek nadal w pełni nie docenia znaczącego potencjału jaki tkwi w sprzedaży kredytów, które także w znaczący sposób zamortyzowały spadek konsensusu w 2018 roku. Uważamy także, że ważnym elementem dla pozytywnego sentymentu do sektora będą rekordowe wyniki za 4Q'18. Mocne linie przychodowe jak i koszty ryzyka utrzymane w ryzach powinny być świetnym prognostykiem na rok 2019. Nasze najnowsze prognozy zawierają także zaktualizowane oczekiwania dywidendowe. Ogłoszenie przez KNF nowych wartości bufora ST dla sektora spowodowały wzrost możliwej wypłaty w PKO BP (do 50%), ale równocześnie obniżenie jej dla Pekao czy Banku Handlowego (do 75%) oraz dla Santander (do 25%). Finalnie, największe zagrożenie dla wyników sektora widzimy w procedowanej na nowo ustawie CHF. Uważamy, że ustawa będzie miała niski wpływ na wycenę sektora, ale znaczący na wyniki w pierwszych dwóch latach od jej wprowadzenia. Ze względu na trwający proces legislacyjny (od 2 sierpnia 2017), a co za tym idzie możliwe kolejne poprawki, skutków ustawy nie włączyliśmy do naszych prognoz. Niemniej jednak jedynie w przypadku Banku Millennium ustawa miałaby wpływ na rekomendację, która obniży ją z obecnego akumuluj do trzymaj. Wzrost notowań od początku roku jak i rewizja prognoz spowodowały obniżenie naszych rekomendacji dla PKO BP, ING i Santander do trzymaj, zaś dla Banku Handlowego do redukuj. Naszymi top pickami pozostają Pekao, Alior oraz Bank Millennium.

Obniżamy oczekiwania odnośnie stóp

RPP zasygnalizowała możliwość braku zmian stóp procentowych do końca kadencji. Jest to naszym zdaniem realistyczny scenariusz. Z naszych prognoz „zdejliśmy” 3 podwyżki stóp procentowych w 2020 roku co poskutkowało obniżeniem wyniku netto o 4% (0,6 mld PLN). Niemniej jednak należy pamiętać, że wynik odsetkowy w 2020 roku nadal wspierany będzie przez sprzedaż kredytów, która bez podwyżek stóp może utrzymać się na wysokim poziomie. Uważamy, że znacznie większym zagrożeniem dla prognoz w najbliższych dwóch latach jest ustawa CHF, która powinna kosztować sektor w pierwszym pełnym roku około 2 mld PLN.

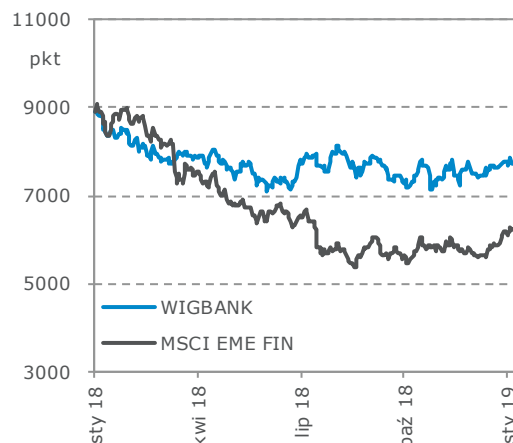
Ustawa CHF wraca w roku wyborczym

Ustawa CHF znowu powróciła na wokandę i miesiącach prac opuściła podkomisję sejmową. Przewodniczący podkomisji Tadeusz Cymański wyraził opinię, że ustawa powinna zostać uchwalona do końca marca i wprowadzona w życie 1 lipca. Oznacza to, że w skrajnym przypadku (obciążenie 0,5% kwartalnie) ustawa będzie kosztować sektor około 1 mld PLN w 2019 roku i 2 mld PLN w 2020. Uważamy, że wprowadzenie ustawy nadal jest nieprzesądzone i zależy może od sondaży wyborczych.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	19P	20P	21P	19P	20P	21P	19P	20P	21P
PKO	12,0	11,4	10,9	1,2	1,1	1,0	10,2	10,1	9,8
PEO	11,3	10,2	9,3	1,2	1,1	1,1	10,7	11,4	11,7
SPL	14,4	12,1	10,7	1,4	1,3	1,2	10,3	11,4	11,9
ING	15,0	13,4	12,1	1,8	1,7	1,5	12,7	13,1	13,3
MIL	14,6	10,4	9,4	1,2	1,1	0,9	8,5	10,8	10,7
BHW	12,8	12,7	11,9	1,2	1,2	1,2	9,8	9,7	10,0
ALR	7,5	6,7	6,2	0,9	0,8	0,7	12,4	12,3	11,8

WIG-Banki	7 622,93
MSCI EME Financials	241,73
2019P P/E	12,8x
2019P P/BV	1,3x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	40,92	45,00	trzymaj	akumuluj
PEO	131,80	136,29	kupuj	kupuj
SPL	388,00	400,00	trzymaj	akumuluj
ING	191,80	199,63	trzymaj	akumuluj
MIL	10,00	10,10	akumuluj	akumuluj
BHW	65,50	76,00	redukuj	akumuluj
ALR	87,00	92,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	39,51	40,92	+3,6%
PEO	110,60	131,80	+19,2%
SPL	373,80	388,00	+3,8%
ING	191,40	191,80	+0,2%
MIL	8,82	10,00	+13,4%
BHW	69,10	65,50	-5,2%
ALR	57,50	87,00	+51,3%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

PKO BP: trzymaj (obniżona)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Obniżki nie takie straszne jak je malują

Prognozowany przez naszych makro ekonomistów brak podwyżek stóp procentowych do końca kadencji RPP skłonił nas do rewizji naszych prognoz na 2020 rok. W wyniku rewizji obniżyliśmy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj oraz cenę docelową do poziomu 40,92 PLN na akcję. Nasza prognoza wyniku odsetkowego na 2020 rok została obniżona o 3,5%, zaś zysku netto o 5,1%. Z drugiej strony uważamy, że niskie środowisko stóp procentowych przełoży się na utrzymanie intensywnej akcji kredytowej co w pewnym stopniu zniweluje negatywny efekt na wyniku odsetkowym. Co interesujące, po cięciach nasze prognozy na 2020 rok znajdują się jedynie 2,1% poniżej oczekiwań rynku co oznaczać może niedoszacowanie przez rynek linii przychodowych i organicznego wzrostu biznesu. Nasze prognozy już zakładają zwiększenie wypłaty dywidendy do 50%, ale nie zawierają wpływu wprowadzenia ustawy CHF. Nasze wstępne szacunki oparte na dostępnych materiałach wskazują, że ustawa pochłonie 5,7% zysku netto w 2019 i 9,1% w 2020. Niemniej jednak ze względu na spadające obciążenie w kolejnych latach, wpływ ustawy na wycenę jest mocno ograniczony. Należy także pamiętać, że przewalutowanie kredytów CHF na PLN spowoduje uwolnienie około 0,8 mld PLN kapitału. Podsumowując uważamy, że PKO BP jest obecnie adekwatnie wycenione, szczególnie biorąc pod uwagę zagrożenia roku wyborczego.

Oczekiwania rynku nie są zbyt ambitne

Uważamy, że konsensus prognoz dla PKO BP na 2019 jest o 3,5% za niski, ale o 2% za wysoki na 2020 rok. Nasza prognoza na 2020 rok została obniżona o 234 mln PLN i uwzględnia obecnie płaskie środowisko stóp procentowych. Jednocześnie uważamy, że konsensus nie docenia w pełni bardzo silnej sprzedaży kredytów detalicznych jakie PKO BP raportuje przez ostatnie 3 kwartały (średnio 7,3 mld PLN na kwartał).

Ustawa CHF nie zmienia kierunku rekomendacji

Nie uwzględniamy ustawy CHF w naszych prognozach ze względu na trwający proces legislacyjny i możliwe kolejne jej poprawki. Najprawdopodobniej ustawa nie wejdzie w wariant skrajny (stawka 2%), a w pośrednim (1% rocznie), co przełoży się na koszt całkowity dla PKO BP w wysokości 822 mln 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 (0,54 PLN na akcję).

Wyceniony fair

Obecnie na wskaźniku 12M forward P/E PKO BP notowane jest zaledwie 3% dyskontem do historycznej średniej. Zarówno nasza wycena jak i rynku (Fair P/E na poziomie 13,25%) wskazuje, że PKO BP ma znacząco ograniczony potencjał wzrostu. Ponadto uważamy, że zamieszanie związane z ustawą CHF oraz brakiem podwyżek stóp procentowych nie powinno przełożyć się na ponowny re-rating PKO BP w najbliższej przyszłości. Oceniamy, że obecna wycena jest adekwatna, a potencjału wzrostu poszukalibyśmy w Banku Pekao.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	8 606,0	9 301,7	10 081,2	10 730,2	11 384,9
Wynik pozaodsetkowy	4 197,0	4 359,2	4 467,2	4 586,0	4 795,8
Koszty ogółem	6 024,0	6 211,6	6 431,4	6 639,5	6 894,3
Zysk operacyjny*	6 779,0	7 449,3	8 117,0	8 676,7	9 286,4
Zysk netto	3 104,0	3 732,9	4 132,3	4 343,9	4 551,3
Koszty/przychody (%)	47,1	45,5	44,2	43,3	42,6
ROE (%)	9,0	9,9	10,2	10,1	9,8
P/E (x)	15,9	13,2	12,0	11,4	10,9
P/BV (x)	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
DPS	0,00	0,55	1,49	1,65	1,74
Stopa dywidendy (%)	0,0	1,4	3,8	4,2	4,4

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	39,51 PLN
Cena docelowa	40,92 PLN
Kapitalizacja	49,39 mld PLN
Free float	34,85 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	224,0 mln PLN

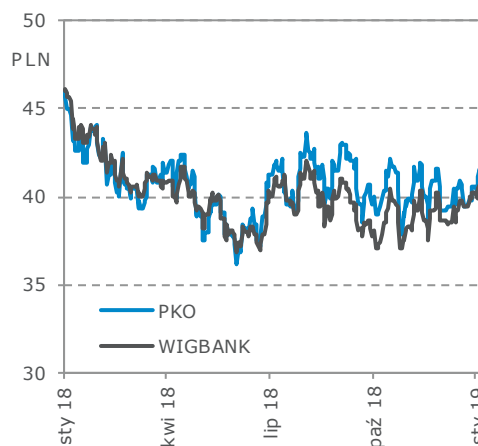
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,43%
NN OFE	7,65%
Aviva OFE	7,14%
Pozostali	55,78%

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	40,92	45,00	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO BP	39,51	40,92	+3,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
WNDB	+0,0%	+0,1%	-2,4%
Zysk brutto	+0,9%	+1,6%	-4,2%
Zysk netto	-1,7%	+2,0%	-5,1%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | Banki, Polska

Dobre perspektywy oraz solidna dywidenda

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 131,80 PLN na akcję. Szacujemy, że brak podwyżek stóp procentowych w 2020 roku spowoduje obniżenie naszej prognozy o zaledwie 2,8%. Jednocześnie uwzględniamy w naszych prognozach obniżenie wypłaty dywidendy z 90% do 75% w 2019 roku, ale jednocześnie podwyższenie jej z 70% do 75% w kolejnych latach. Zaznaczamy jednocześnie, że pomimo cięcia Pekao będzie oferować nadal jedną z najwyższych dywidend w sektorze. Co więcej, nominalny DPS w 2021 roku będzie wyższy od 2018 roku (84% wypłaty) dzięki wzrostowi ROE z 9% w roku obecnym do 11,7% w 2021. Ponadto, obniżona dywidenda pozwoli utrzymać wzrost kredytów w tempie +9% w kolejnych latach. Uważamy, że inwestycja w walory Pekao cechuje relatywnie wysokie bezpieczeństwo. Spadek prognoz rynkowych w wyniku braku podwyżek jest mocno ograniczone, 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.

Dywidenda spadnie do 75%

Wypłata dywidendy w Banku Pekao spadnie szybciej niż tego oczekiwał rynek oraz Zarząd spółki. Wszystko za sprawą KNF, która niespodziewanie podniosła bufor ST, a co za tym idzie wymogi do wypłaty 100% zysku netto. Decyzja tym bardziej zaskoczyła biorąc pod uwagę znakomite wyniki Pekao w stres testach EBA (top 3). Niemniej jednak obniżenie wypłaty już w 2019 pozwoli Pekao na utrzymanie wyższego, niż pierwotnie zapowiadano, współczynnika wypłaty w kolejnych latach. Obecnie oczekujemy DPS pomiędzy 6,32 PLN a 8,14 PLN w latach 2019-2021.

Konsensus z potencjałem do wzrostu

Nasze prognozy są o 5% wyższe od konsensusu na rok 2019 oraz o 4% na 2020. Jednocześnie zaznaczamy, że nasze prognozy uwzględniają już płaskie środowisko stóp procentowych co spowodowało spadek prognozy wyniku odsetkowego o 2,5%. Jednocześnie uważamy, że Bank Pekao ma nadal spory potencjał do ponadprogramowej poprawy wyników szczególnie dzięki dalszej restrukturyzacji zatrudnienia. Obecnie oczekujemy, że wskaźnik C/I spadnie z poziomu 49% w 2018 roku do 43% w 2021.

Bezpieczny profil zasługuje na premię

Historycznie Bank Pekao notowany był na P/E 15,4x wobec obecnych 11,3x. Uważamy, że powrót do dawnej premii jest niemożliwy ze względu na zmianę profilu spółki. Dywidendowej na wzrostową jak i ze względu na zmiany właścicielskie. Niemniej jednak uważamy, że Bank Pekao wciąż zasługuje na lekką premię do średniej ze względu na bezpieczny profil, włączając w to niską ekspozycję na CHF oraz jedną z najwyższych dywidend w polskim sektorze bankowym.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	4 593,5	4 997,2	5 559,0	6 051,7	6 523,1
Wynik pozaodsetkowy	2 684,6	2 787,8	2 770,1	2 863,0	2 970,2
Koszty ogółem	3 534,9	3 715,1	3 728,1	3 842,9	3 967,3
Zysk operacyjny*	3 743,2	4 070,0	4 601,0	5 071,7	5 526,0
Zysk netto	2 475,1	2 210,8	2 571,0	2 850,1	3 110,3
Koszty/przychody (%)	49,8	48,9	46,0	44,3	42,9
ROE (%)	10,7	9,5	10,7	11,4	11,7
P/E (x)	11,7	13,1	11,3	10,2	9,3
P/BV (x)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
DPS	8,68	7,90	6,32	7,35	8,14
Stopa dywidendy (%)	7,8	7,1	5,7	6,6	7,4

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	110,60 PLN
Cena docelowa	131,80 PLN
Kapitalizacja	29,03 mld PLN
Free float	19,51 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	168,6 mln PLN

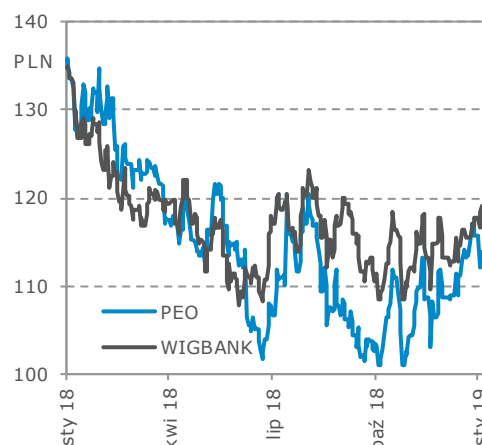
Struktura akcjonariatu

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	131,80	136,29	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Pekao	110,60	131,80	+19,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
WNDB	0,8%	-0,5%	-1,7%
Zysk brutto	6,7%	-0,1%	-2,2%
Zysk netto	6,0%	-0,1%	-2,8%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: trzymaj (obniżona)

SPL PW; SPL1.WA | Banki, Polska

Rekordowa dywidenda coraz bliżej

Obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla Santander Bank Polska jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do 388,00 PLN na akcję. Korygujemy nasze prognozy zysku netto na 2020 rok ze względu na koszt ryzyka, który oczekujemy teraz na poziomie 80 p.b. w kolejnych 3 latach oraz ze względu na słabe zachowanie wyniku prowizyjnego w 2018 roku. Z drugiej strony jesteśmy bardziej optymistyczni na wynik odsetkowy, nawet biorąc pod uwagę płaskie środowisko stóp procentowych do końca kadencji RPP. Zarząd oczekuje, że racjonalizacja kosztu finansowania spowoduje wzrost marży odsetkowej o około 30 p.b. co naszym zdaniem jest scenariuszem nader optymistycznym (zakładamy +10 p.b.). Największym zagrożeniem dla prognoz pozostaje ustawa CHF. Niemniej jednak szacujemy, że w skrajnie negatywnym scenariuszu ustawa pochłonie łącznie 760 mln PLN co obniży naszą cenę docelową o 6,19 PLN/akcję, ale nie zmieni naszej neutralnej rekomendacji. Osiadłą dla ustawy CHF może być dywidenda. Chociaż Santander nie wypłaci 50% zysku netto a 25%, czego oczekiwał konsensus, to Zarząd potwierdził chęć wypłaty całego zysku niepodzielonego z lat poprzednich (1 470 mln PLN lub 20,21 PLN na akcję).

Konsensus za niski na 2020-21

Nasze prognozy są zgodne z konsensem na 2019 rok, ale wyższe o 5%-7% na lata 2020-21. Uważamy, że różnica wynika z wyniku odsetkowego, a przede wszystkim z zachowania marży odsetkowej w 2019 roku. Uważamy, że rok 2019 zamknie się marżą o prawie 10 p.b. wyższą niż 2018. Wsparcie dla marży pochodzić będzie ze stopniowej redukcji drogiego, i zbyt wysokiego do potrzeb, finansowania uzyskanego przed finalizacją przejścia DB Polska.

Dywidenda uzależniona od KNF

Uważamy, że Santander Bank Polska dołącza do grona banków „zaskoczonych” przez nałożony bufor ST przez KNF. Bufor ten powoduje, że Santander nie będzie mógł wypłacić pierwotnie zakładanych przez rynek 50% zysku netto a 25%. Niemniej jednak, Zarząd banku zwrócił się do KNF w celu umożliwienia wypłaty zysku niepodzielonego z lat ubiegłych w wysokości 1 470 mln PLN. Zmiana wypłaty zysku z 2018 roku zmusza nas do redukcji naszej prognozy DPS do 20,24 PLN, która i tak jest prawie 2x wyższa od konsensusu.

Ustawa CHF

Ustawa CHF jest naszym zdaniem głównym zagrożeniem dla wyników Santander a sentymentu. Niemniej jednak dzięki znaczącej naturalnej amortyzacji portfela CHF, skutki ustawy z każdym kwartałem maleją. Obecnie szacujemy, że w skrajnie negatywnym przypadku (0,5% kwartalnie) ustawa będzie kosztować Santander łącznie 760 mln PLN czyli pochłonie 4%/6%/5% konsensusu rocznego w latach 2019/20/21. Oznacza to, że wprowadzenie ustawy obniżyłoby nasz 9 miesięczną cenę docelową o 6,2 PLN/akcję.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 276,9	5 742,4	6 792,2	7 487,2	8 030,8
Wynik pozaodsetkowy	2 486,8	2 606,3	2 864,5	2 929,7	3 019,3
Koszty ogółem	3 372,4	3 769,0	4 117,2	4 116,4	4 110,2
Zysk operacyjny*	4 391,2	4 579,7	5 539,5	6 300,5	6 940,0
Zysk netto	2 213,1	2 365,2	2 648,1	3 155,2	3 556,8
Koszty/przychody (%)	43,4	45,1	42,6	39,5	37,2
ROE (%)	10,6	10,1	10,3	11,4	11,9
P/E (x)	16,8	15,9	14,4	12,1	10,7
P/BV (x)	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
DPS	5,40	3,10	20,24	12,98	15,47
Stopa dywidendy (%)	1,4	0,8	5,4	3,5	4,1

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	373,80 PLN
Cena docelowa	388,00 PLN
Kapitalizacja	38,12 mld PLN
Free float	12,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	38,0 mln PLN

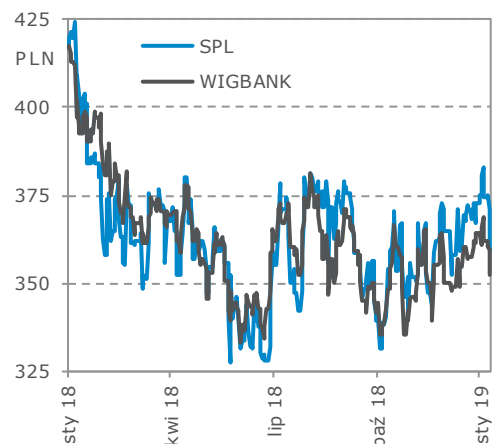
Struktura akcjonariatu

Banco Santander S.A.	68,30%
Pozostali	31,70%

Profil spółki

Portfel kredytowy Santander ma charakter uniwersalny z lekkim przeważeniem 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	388,00	400,00	trzymaj	akumuluj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
Santander	373,80	388,00	+3,5%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	2020P
WNDB		-1,3%	2,3%	0,2%
Zysk brutto		3,6%	0,2%	-3,3%
Zysk netto		7,9%	1,1%	-2,8%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

ING BSK: trzymaj (obniżona)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Konsensus za wysoki, ale ROE mistrzowskie

Obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj dla ING BSK i wskazujemy 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 191,80 PLN na akcję. Nasze najnowsze prognozy nie zawierają podwyżek stóp procentowych, ale uwzględniają przejęcie pakietu NN TFI (45%) oraz bardziej konserwatywne podejście do salda rezerw. W efekcie obniżaliśmy nasze prognozy o 1,8% na 2019 rok oraz 3,6% na 2020. Uważamy, że konsensus na 2019 rok jest nadal za wysoki o 4% (pomimo jego spadku o 8% przez ostatnie 12 miesięcy), ale realistyczny na 2020. Nasza wycena nadal wskazuje na największą premię do sektora ze względu na bezpieczny profil banku (znikoma ekspozycja na kredyty CHF), dynamiczny rozwój połączony z dywidendą oraz jedną z najwyższych rentowności w regionie (2019 ROE na poziomie 12,8%). Podsumowując uważamy, że potencjał wzrostu dla banku wyczerpał się i trudno oczekiwać o pozytywne zaskoczenie na wynikach czy dywidendzie w 2019 roku.

Konsensus za wysoki na 2019 rok

Pomimo spadku o 8% przez ostatnie 12 miesięcy uważamy, że konsensus prognoz na 2019 rok powinien ulec dalszej korekcie o 4%. Uważamy, że spowodowane jest to kosztem ryzyka, który negatywnie zaskoczył rynek w 2018 roku (+7 p.b. R/R) oraz perspektywą płaskiej marży odsetkowej w kolejnych latach. Z drugiej strony w wynikach za 2019 uwzględniamy pół roku wyników NN TFI (45% udział) co doda około 13 mln PLN brutto. Jednocześnie uważamy, że pomimo dalszej presji na prognozy rynkowe dynamikę zysku netto za 2019 na poziomie +12% oraz ROE na poziomie 13% trudno uznać za rozczarowującą.

Umiarkowany wpływ braku podwyżek stóp

Oczekujemy, że wynik odsetkowy w 2019 roku wzrośnie o 11% a w 2020 o 10%. Wynik odsetkowy będzie napędzany przez wolumeny kredytowe, które oczekujemy, że wzrosną o 13% w 2019 roku oraz o 11% w 2020. Jednocześnie prognozujemy płaską marżę odsetkową już w kolejnych 3 latach wobec jej wzrostu na rynku na poziomie +8 p.b. w 2019 roku. W efekcie wprowadzenia nowych prognoz, które zakładają brak podwyżek stóp procentowych nasza prognoza na wynik odsetkowy w 2020 roku została obniżona o 1,8%, co uważamy za umiarkowany spadek.

Najwyżej wyceniony przez rynek

Uważamy, że najwyższa wycena w sektorze bankowym jest uzasadniona przez ponadprzeciętną rentowność przy zachowaniu umiarkowanej dywidendy. Obecna wycena rynkowa (P/E, bazująca na konsensusie) wskazuje na jedynie 5% dyskonto do 5-letniej historycznej średniej na poziomie 15,5x. Ponadto ING BSK notowany jest z ponad 30% premią do średniej na wskaźniku P/BV. Uważamy, że ponowny re rating ING jest obecnie mało prawdopodobny szczególnie biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas dalszy spadek konsensusu. Z podobnych profilem banków preferujemy obecnie Komercni Banka, który prezentuje 10% potencjał wzrostu.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 452,8	3 743,1	4 139,2	4 570,1	4 980,0
Wynik pozaodsetkowy	1 303,1	1 473,3	1 480,8	1 521,2	1 593,1
Koszty ogółem	2 122,6	2 336,9	2 429,3	2 524,0	2 613,0
Zysk operacyjny*	2 633,3	2 879,5	3 190,7	3 567,3	3 960,0
Zysk netto	1 403,1	1 477,6	1 658,2	1 856,4	2 062,4
Koszty/przychody (%)	44,6	44,8	43,2	41,4	39,8
ROE (%)	12,6	12,2	12,7	13,1	13,3
P/E (x)	17,7	16,9	15,0	13,4	12,1
P/BV (x)	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5
DPS	0,00	3,20	3,41	3,82	4,28
Stopa dywidendy (%)	0,0	1,7	1,8	2,0	2,2

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	191,40 PLN
Cena docelowa	191,80 PLN
Kapitalizacja	24,90 mld PLN
Free float	6,22 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,2 mln PLN

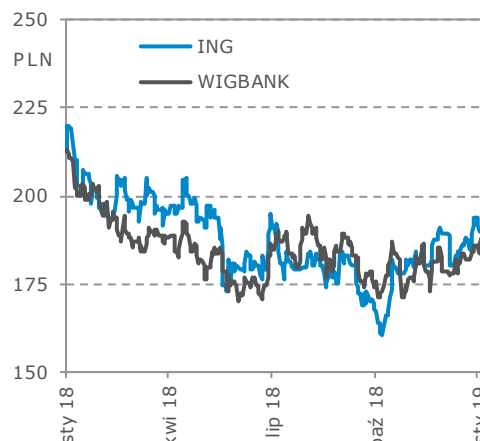
Struktura akcjonariatu

ING Bank N.V.	75,00%
Aviva OFE	8,35%
Pozostali	16,65%

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. 90%. 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	191,80	199,63	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
ING BSK	191,40	191,80	+0,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
WNDB	-0,3%	-0,2%	-1,3%
Zysk brutto	-2,0%	-1,5%	-2,7%
Zysk netto	-2,5%	-1,8%	-3,6%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

Millennium: akumuluj (podtrzymana)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Franki problemem nr 1

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj, ale „kosmetycznie” obniżamy 9-miesięczną cenę docelową do 10,00 PLN na akcję. Nasza wycena jak i prognozy uwzględniają brak podwyżek stóp procentowych w 2020 rok jak i efekty fuzji z Eurobankiem. Obniżki stóp procentowych mają pomijalny wpływ na naszą prognozę ponieważ już na wstępie zakładaliśmy konserwatywną dynamikę marży odsetkowej po fuzji. Jednocześnie cały czas pozytywnie oceniamy fuzję z Eurobankiem i uważamy, że była ona jedynym wyjściem dla Banku Millennium w obliczu wzrostu kapitału nadwyżkowego spowodowanego coraz ostrzejszymi wymogami regulacyjnymi. Przypominamy, że fuzja zostanie sfinansowana ze środków własnych, ale oznacza to naszym zdaniem, że Spółka nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne 3 lata. Szacujemy, że przejęcie aktywów Societe Generale w Polsce pozwoli zwiększyć udział rynkowy o 1,6% w kredytach detalicznych oraz o 0,9% w kredytach ogółem. Rok 2019 będzie relatywnie cięższy dla Banku Millennium na tle sektora bankowego, ze względu na koszty integracji (szacujemy 200 mln PLN) i w najlepszym wypadku jedynie połowę roku konsolidacji. Oznaczać to będzie płaską dynamikę zysku netto wobec wzrostu rynku na poziomie +14%. Finalnie szacujemy, że ewentualne wejście w życie ustawy CHF spowoduje „jedynie” wyzerowanie potencjału wzrostu, który wyznaczamy teraz na 13%.

Fuzja wspiera rentowność

Szacujemy, że fuzja z Eurobankiem w pierwszym roku będzie miała negatywny wpływ na EPS Banku Millennium w wysokości 12%, ale już w 2020 i 2021 pozytywny o odpowiednio +14% i +17%. Negatywny wpływ w 2019 wynika z wysokich kosztów integracji (szacujemy 200 mln PLN) i jedynie połowy roku konsolidacji. Nasze szacunki są bardziej konserwatywne od szacunków Banku Millennium, które mówią o wpływie na EPS w wysokości odpowiednio -15%, +23% i +26%. Transakcja spowoduje wzrost ROE w 2020 roku do 10,8% z prognozowanych 9,8% poprzednio, a zysk netto przekroczy 1 mld PLN. Cały czas uważamy, że konsensus prognoz dla Banku Millennium, który obecnie częściowo uwzględnia fuzję, jest nadal o 8% za wysoki na 2019 rok.

Franki problemem nr 1

Szacujemy, że wprowadzenie ustawy frankowej będzie kosztować sumarycznie Bank Millennium pomiędzy 0,4 mld PLN a 1,1 mld PLN. Oznacza to, że wpływ na wycenę banku powinien kształtować się w przedziale 0,7 PLN/akcję – 0,2 PLN na akcję. Portfel kredytów CHF przejęty wraz z Eurobankiem nie stanowi problemu ponieważ posiada gwarancje SocGen, który w razie potrzeby poniesie koszty związane z legislacją. Chociaż całościowy efekt nie stanowi zagrożenia dla płynności banku to ustawa w skrajnym przypadku stanowić może aż 25% naszej prognozy na rok 2020 i 18% na 2021.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 696,5	1 803,9	2 282,3	2 783,0	2 949,7
Wynik pozaodsetkowy	953,1	950,0	1 039,4	1 129,7	1 164,7
Koszty ogółem	1 280,6	1 337,2	1 803,1	1 893,9	1 886,6
Zysk operacyjny*	1 368,9	1 416,8	1 518,5	2 018,9	2 227,8
Zysk netto	681,2	732,8	735,3	1 026,2	1 144,2
Koszty/przychody (%)	48,3	48,6	54,3	48,4	45,9
ROE (%)	9,3	9,1	8,5	10,8	10,7
P/E (x)	15,7	14,6	14,6	10,4	9,4
P/BV (x)	1,4	1,3	1,2	1,1	0,9
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	8,82 PLN
Cena docelowa	10,00 PLN
Kapitalizacja	10,70 mld PLN
Free float	5,34 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	19,5 mln PLN

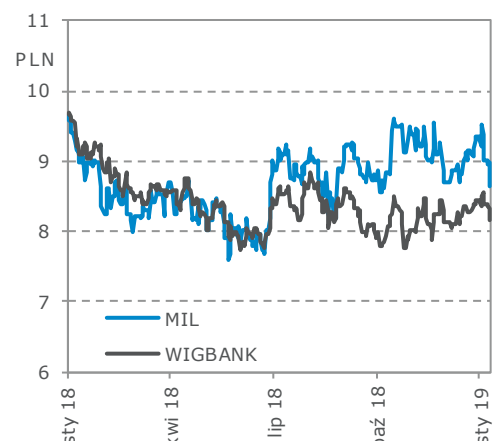
Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	8,66%
Aviva OFE	6,29%
PZU OFE	5,61%
Pozostali	29,34%

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	10,00	10,10	akumuluj	akumuluj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
Millennium	8,82	10,00	+13.4%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2018P	2019P	2020P
WNDB		0%	-1,15%	-0,28%
Zysk brutto		0%	-3,17%	-0,76%
Zysk netto		0%	-0,87%	-0,17%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl



piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

Handlowy: redukuje (obniżona)

BHW PW; BHW.WA | Banki, Polska

Bezpieczny profil i możliwy cel przejęcia

Obniżamy naszą cenę docelową dla Banku Handlowego z 76,00 PLN na akcję do 65,50 PLN na akcję oraz rekomendację z akumuluj do redukuje. Zmiana rekomendacji oraz prognoz jest głównie konsekwencją wycofania 3 podwyżek stóp procentowych jakie mieliśmy założone na 2020 rok. W efekcie nasza prognoza na 2020 rok spadła o 10% czyli najwięcej spośród analizowanych przez nas banków. Bank Handlowy jest najbardziej wrażliwym bankiem na ruchy stóp ze względu na jego znaczący udział kredytów konsumpcyjnych po stronie aktywów (37% kredytów). Ponadto uważamy, że premia z jaką bank był notowany historycznie będzie musiała ulec znaczącej redukcji ze względu na zmianę charakteru banku ze spółki dywidendowej na wzrostową. Ponadto, już na koniec 3Q'18 Bank Handlowy nie spełniał wymogu kapitałowego TCR potrzebnego do wypłaty 100% zysku netto, zaś luka została znacząco pogłębiona przez nałożony bardzo wysoki bufor ST (> 4 p.p.). Jednocześnie podchodzimy sceptycznie do nowej strategii banku zakładającej dynamiczny wzrost w segmencie detalicznym szczególnie biorąc pod uwagę obecne dynamiki. Od 2007 roku udział Banku Handlowego w kredytach hipotecznych wzrósł z 0,1% do 0,4% a w kategorii NML spadł z 3,5% do 2,0%. Dodatkowo bank ma jedną z najmniejszych sieci placówek, co nie będzie wspierać sprzedaży. Finalnie nadal uważamy, że w obliczu niższych dywidend, niskiego udziału w rynku oraz gorszej rentowności w 2020 roku Bank Handlowy lub jego detaliczna część może zostać wystawiona na sprzedaż przez głównego akcjonariusza.

Duży spadek prognoz na wynik odsetkowy

Bank Handlowy jest jednym z najbardziej wrażliwych banków na politykę monetarną RPP przez co obniżenie naszej prognozy podwyżek spowodowało spadek wyniku odsetkowego aż o 9%. Ponadto oczekujemy spadku marży odsetkowej o 6 p.b. w 2020 przy wzroście aktywów na poziomie +5%. Z drugiej strony uważamy, że wyniki za 2019 są niedoszacowane przez rynek tak jak to miało miejsce w 2018 roku.

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 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 nadal atrakcyjna baza klientów affluent, wysoka jakość aktywów jest idealnym celem przejęcia dla wielu banków.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	1 082,1	1 118,4	1 187,8	1 220,6	1 283,0
Wynik pozaodsetkowy	1 028,8	1 103,8	1 139,8	1 173,1	1 207,6
Koszty ogółem	1 223,3	1 211,2	1 245,9	1 277,5	1 305,0
Zysk operacyjny*	887,7	1 010,9	1 081,7	1 116,2	1 185,5
Zysk netto	535,6	661,7	705,3	712,1	760,9
Koszty/przychody (%)	57,9	54,5	53,5	53,4	52,4
ROE (%)	7,8	9,5	9,8	9,7	10,0
P/E (x)	16,9	13,6	12,8	12,7	11,9
P/BV (x)	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
DPS	4,53	4,11	3,80	4,05	4,09
Stopa dywidendy (%)	6,6	5,9	5,5	5,9	5,9

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	69,10 PLN
Cena docelowa	65,50 PLN
Kapitalizacja	9,03 mld PLN
Free float	2,26 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,8 mln PLN

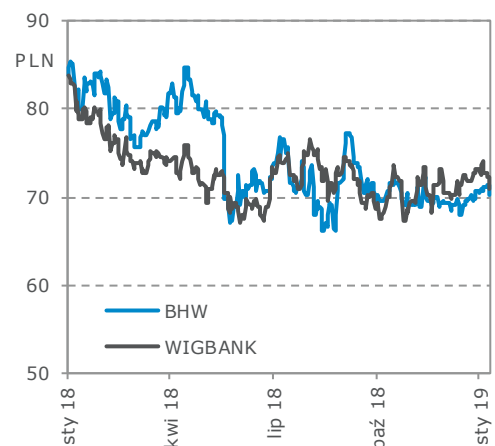
Struktura akcjonariatu

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 16,9%. Bank charakteryzuje także niski wskaźnik kredytów do depozytów, który na koniec 3Q'18 kształtował się na poziomie 57,6%.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	65,50	76,00	redukuje	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Handlowy	69,10	65,50	-5,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
WNDB	0,4%	0,5%	-4,4%
Zysk brutto	1,3%	1,6%	-9,3%
Zysk netto	1,6%	1,9%	-10,4%

Analizy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl



piątek, 1 lutego 2019 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podtrzymana)

ALR PW; ALR.WA | Banki, Polska

Kolejne nowe otwarcie

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku, ale obniżamy naszą cenę docelową do 87,00 PLN/akcję. Zmiana ceny docelowej wynika z korekty naszych prognoz o -6% na 2020 rok co jest związane ze zmianą oczekiwań odnośnie wzrostu stóp procentowych. Niemniej jednak pozostajemy optymistami odnośnie wyników, a nasze prognozy są o 9%-12% powyżej konsensusu. Nasza prognoza w wysokości 986 mln PLN w 2019 roku jest ambitna, ale zwracamy uwagę, że bez zdarzeń jednorazowych szacujemy wynik netto Alior Banku w 2018 roku na 873 mln PLN. Jednocześnie nasza prognoza zawiera dość konserwatywnie założoną karę w wysokości 50 mln PLN (spekulowana wartość kary dla Raiffeisen Polbank) związaną z W Investment. Oprócz dobrych wyników w 2019 roku kluczową dla sentymentu uważamy stabilizację składu Zarządu banku, którego ostatnie rotacje nie były najlepiej odbierane przez uczestników rynku. Finalnie, pozytywnie odbieramy wyraźne wsparcie PZU zmanifestowane przez obecność przewodniczącego RN a zarazem CFO PZU na ostatniej telekonferencji z Zarządem. Alior Bank pozostaje nadal najbardziej niedowartościowanym bankiem w polskim sektorze bankowym.

Tempo wzrostu poza zasięgiem konkurencji

Obniżamy nasze prognozy zysku netto o 6% w 2020 roku ze względu na brak podwyżek stóp procentowych oraz o 3% na 2019 ze względu na ewentualną karę jaką Alior może dostać w związku z W Investment. W naszej prognozie zakładamy wzrost kredytów brutto na poziomie +5 mld PLN w 2019 i 4,6 mld w 2020. Utrzymujemy płaski koszt ryzyka na poziomie 1,6%-1,7% w najbliższych 3 latach. Pomimo negatywnej rewizji prognoz zysk netto w Alior Banku rośnie w średniorocznym tempie 23% (CAGR 2017-21), którego inne instytucje mogą tylko pozazdrościć.

To już kolejne otwarcie

Oczekujemy, że Alior Bank uniknie kolejnych zmian w Zarządzie w 2019 roku. Nowy Zarząd dostał wyrażone wsparcie z PZU (obecność CFO na ostatniej telekonferencji), a ponadto pracuje już pod ustawą kominową. Ewentualne dalsze roszady mogą wynikać z braku akceptacji KNF dla obecnego p.o. Prezesa czy głębszych zmian w grupie PZU.

Atrakcyjna wycena

Alior Bank notowany jest na 2019P P/E 7,5x i 2019 P/BV 0,9x. Oznacza to, że dyskonto do średniej w przypadku wskaźnika P/E wynosi 42% a w przypadku P/BV 34%. Uważamy, że Alior Bank zasługuje na największe dyskonto do sektora ze względu na relatywnie słabszą pozycję kapitałową. Niemniej obecny jej poziom jest naszym zdaniem nieuzasadniony, chociażby ze względu na jedno z najwyższych ROE na 2019 i 2020 rok. Ponadto uważamy, że jako najtańsza spółka finansowa z WIG20 z udziałem Skarbu Państwa Alior Bank może być beneficjentem PPK.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 841,1	3 086,9	3 416,5	3 654,1	3 872,8
Wynik pozaodsetkowy	956,0	1 025,6	1 052,9	1 076,5	1 100,0
Koszty ogółem	1 930,3	1 836,1	1 895,0	1 903,0	1 940,1
Zysk operacyjny*	1 866,8	2 276,4	2 574,4	2 827,7	3 032,7
Zysk netto	515,2	709,3	985,9	1 112,8	1 207,3
Koszty/przychody (%)	50,8	44,6	42,4	40,2	39,0
ROE (%)	8,0	10,0	12,4	12,3	11,8
P/E (x)	14,4	10,5	7,5	6,7	6,2
P/BV (x)	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
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	57,50 PLN
Cena docelowa	87,00 PLN
Kapitalizacja	7,43 mld PLN
Free float	5,26 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	39,4 mln PLN

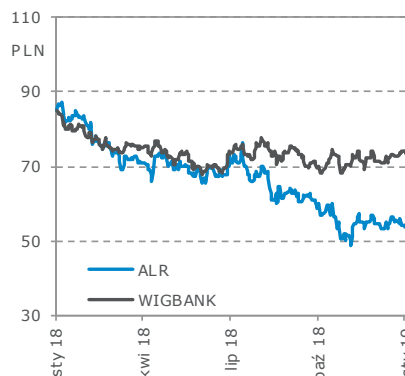
Struktura akcjonariatu

PZU SA, PZU SFIO UNIVERSUM	31,91%
Aviva OFE	7,26%
NN OFE	7,15%
BlackRock Inc.	5,28%
Pozostali	48,40%

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	87,00	92,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Alior Bank	57,50	87,00	+51,3%

Zmiana prognoz od	2018P	2019P	2020P
WNDB	0,31%	0,08%	-2,14%
Zysk brutto	-4,70%	0,44%	-2,66%
Zysk netto	-7,60%	-2,50%	-6,13%

Analitycy:

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@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 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.

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.

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

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 1 lutego 2019 o godzinie 08:48.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 lutego 2019 o godzinie 08:48.

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 spółki Alior Bank wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	92,50	96,00	109,00
kurs z dnia rekomendacji	56,65	62,90	85,50

Rekomendacje dotyczące spółki Bank Handlowy wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	76,00	90,00	94,00	94,00
kurs z dnia rekomendacji	71,10	76,90	77,50	84,70

Rekomendacje dotyczące spółki Bank Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-11-14	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-04-06	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	10,10	8,40	8,40	7,00	7,00	7,00
kurs z dnia rekomendacji	9,49	8,85	9,27	9,12	8,35	9,59

Rekomendacje dotyczące spółki Bank Pekao wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-12-05	2018-10-04	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	136,29	138,70	157,00
kurs z dnia rekomendacji	113,25	107,20	135,90

Rekomendacje dotyczące spółki Bank Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	redukuj	sprzedaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	45,00	47,00	47,00	38,00	38,00	38,00
kurs z dnia rekomendacji	41,96	40,39	42,55	39,74	42,20	45,66

Rekomendacje dotyczące spółki ING BSK wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-08-02	2018-07-04	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	199,63	200,00	200,00	212,00	212,00	212,00	212,00
kurs z dnia rekomendacji	183,60	166,00	181,00	190,00	178,40	198,00	220,00

Rekomendacje dotyczące spółki Santander Bank Polska wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-09-03	2018-03-05	2018-02-01
cena docelowa (PLN)	400,00	400,00	400,00	430,00	430,00	430,00
kurs z dnia rekomendacji	364,80	353,80	367,00	376,00	357,80	420,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@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 Bogusz

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

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański

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

Jarosław Banasiak

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