

piątek, 26 kwietnia 2019 | komentarz specjalny

GNB – Coraz większa dziura kapitałowa

cena bieżąca: 0,62 PLN

GNB PW; GNB.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07

- **Zysk netto:** Getin Noble Bank zaraportował stratę netto na poziomie 276 mln PLN wobec 14 mln PLN straty w 3Q'18 i 387 mln PLN straty w 4Q'17. Konsensus prognoz jest niedostępny dla Spółki.
- **Zdarzenia jednorazowe:** W całym roku Getin Noble Bank wymienia następujące czynniki, które negatywnie wpłynęły na wynik Grupy: odpisy netto z tytułu utraty wartości aktywów kredytowych i innych aktywów finansowych (-660 mln PLN), odpisy netto z tytułu utraty wartości inwestycji w jednostkach stowarzyszonych (-22 mln PLN), odpisy netto z tytułu utraty wartości portfela wierzytelności przeznaczonego do sprzedaży (-82 mln PLN) oraz dokonanie odpisu aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego, co jest związane z procesem połączenia GNB i Idea Banku (-98 mln PLN). Dodatkowo GNB podkreśla zwiększone koszty i utracone korzyści wynikające z kryzysu płynnościowego w listopadzie 2018 roku. Jeżeli chodzi o 4Q'18 to Bank w osobnym komunikacie podał, że dokonał odpisów na inwestycje kapitałowe w jednostkach zależnych i stowarzyszonych (-72 mln PLN) oraz wspomniane powyżej zmniejszenie aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego (-98 mln PLN).
- **Depozyty:** Na skutek tzw. „afery KNF” GNB doświadczył znacznego odpływu depozytów w wysokości 9 mld PLN (Q/Q). Depozyty detaliczne spadły o 6 mld PLN Q/Q, korporacyjne o 1,6 mld PLN Q/Q, a jednostek budżetowych o 1,45 mld PLN Q/Q. Udział rachunków bieżących spadł z 34% na koniec 3Q'18 do 28,9% co przekłada się na ich kwartalny odpływ w wysokości 4,9 mld PLN. Wskaźnik kredytów do depozytów na koniec roku wzrósł do 109% z 89,5%.
- **Kredyty:** Kredyty brutto spadły o 1,9% Q/Q i R/R. Spadek widoczny był prawie we wszystkich liniach, z największym ubytkiem w kredytach korporacyjnych (-3,7% Q/Q), hipotecznych (-1,4% Q/Q) i samochodowych (-3,4% Q/Q). Kredyty konsumenckie pozostały płaskie Q/Q co oznacza, że GNB kontynuował ich sprzedaż w kwartale.
- **Zmiany w bilansie:** Suma bilansowa spadła o 9% Q/Q i 16,6% R/R w 4Q'18. Po stronie aktywów największy spadek zanotowały papiery wartościowe, których ubyło 3,8 mld PLN, zaś po stronie zobowiązań depozyty, których ubyło 20% Q/Q. Jednocześnie wzrosły zobowiązania wobec sektora bankowego o +4,6 mld PLN Q/Q co wskazuje na pożyczkę NBP. Kapitały własne banku spadły o 1,3 mld PLN R/R wobec straty netto na poziomie 453 mln PLN.
- **Pozycja kapitałowa:** Na koniec 4Q'18 wskaźnik Tier1 wyniósł 8,99% (minimum 11,85%), a TCR 11,36% (minimum 14,17%). W 2019 wymagane przez KNF współczynniki wypłacalności wzrastają do 12,47% i 14,79% co oznacza, że „dziura” kapitałowa wynosi około 1,5 mld PLN.
- **Wynik odsetkowy i marża:** Wynik odsetkowy pozostał płaski Q/Q na poziomie 305,5 mln PLN. Ubytek przychodów odsetkowych na poziomie 4% Q/Q został zrównoważony przez spadające koszty odsetkowe na poziomie -10% Q/Q. Marża odsetkowa zanotowała wzrost o 13 p.b. Q/Q do poziomu 2,33% co jest efektem spadającej sumy bilansowej.
- **Wynik prowizyjny:** Wynik prowizyjny spadł do 23,5 mln PLN z 34,1 mln PLN w 3Q'18. Znaczący spadek wyniku prowizyjnego został spowodowany wzrostem kosztów promocji i nagród dla klientów. Dodatkowo bank odnotował spadek prowizji z tytułu prowadzenia rachunków bankowych co jest pochodną odpływu depozytów.
- **Saldo rezerw i jakość aktywów:** Saldo rezerw w 4Q'18 niemalże się podwoiło do poziomu 267,6 mln PLN. Oprócz zdarzeń jednorazowych, GNB odnotował wzrost salda rezerw na hipoteki o 48 mln PLN Q/Q (CoR równy 169 p.b.) i kredyty korporacyjne o 45,3 mln PLN Q/Q (CoR równy 74 p.b.) oraz spadek w kredytach konsumenckich o 19 mln PLN Q/Q (CoR 542 p.b.) i w kredytach samochodowych o 1,5 mln PLN (CoR 41 p.b.). Wskaźnik NPL (koszyk 3) wzrósł do 15,5% z 15,3% w 3Q'18 z czego najwięcej w hipotekach (+40 p.b. do 15,9%) i kredytach samochodowych (+40 p.b. do 16,1%).
- **Naszym zdaniem: 4Q'18 był wyjątkowym kwartałem ze względu na tzw. „afere KNF” i znaczący odpływ depozytów. Pomijając skutki finansowe afery najbardziej odczuwalne są skutki reputacyjne zobrazowane przez odpływ depozytów bieżących (-31% Q/Q), cofając GNB prawie o rok w rozwoju bazy klientów. W komunikatach bieżących GNB wskazał, że finansowanie z NBP zostało już spłacone, ale to może wskazywać, że udział depozytów bieżących w całkowitych spadł jeszcze bardziej na koniec 1Q'19. Coraz bardziej niepokojąca wydaje się także „dziura” kapitałowa, która wzrosła już do 1,5 mld PLN i jest znacząco wyższa niż przewidziana w planie ochrony kapitału. GNB wskazał, że w przypadku fuzji z IDEA Bank czekają nas kolejne odpisy co oznacza, że deficyt kapitałów wzrośnie jeszcze bardziej. Uważamy, że kluczowy dla przyszłości Spółki jest nowy inwestor finansowy, który uzupełni kapitały połączonego banku, ale wiążące informacje na ten temat poznamy najprawdopodobniej dopiero w 3Q'19. Bez inwestora strategicznego nie wykluczona będzie pomoc BFG lub inne rozwiązanie systemowe (przejęcie przez inny bank komercyjny).**

Spotkanie z Zarządem:

Data i czas: 26 kwietnia 2019, godzina 12:00

Miejsce: ul. Przyokopowa 33, Warszawa (Parter, klatka D)



Skonsolidowane wyniki kwartalne GNB w 4Q 2018

(mln PLN)	4Q'17	3Q'18	4Q'18	R/R	Q/Q	2017	2018	R/R
Wynik odsetkowy	313,5	304,7	305,5	-2,6	0,3	1 290,1	1 205,8	-6,5
Wynik prowizyjny	23,0	34,1	23,5	2,3	-31,0	148,6	126,0	-15,2
Wynik handlowy	13,4	16,7	23,8	78,3	42,5	217,2	87,6	-59,6
Pozostałe przychody	-51,8	-14,3	-4,5	-91,4	-68,8	-173,3	-50,6	-70,8
Przychody pozaodsetkowe	-15,5	36,5	42,9	n.m.	17,5	192,4	163,0	-15,3
WNDB	298,0	341,2	348,4	16,9	2,1	1 482,5	1 368,9	-7,7
Koszty operacyjne	-222,2	-220,6	-236,0	6,2	7,0	-894,9	-941,6	5,2
Wynik operacyjny	75,8	120,6	112,4	48,3	-6,8	587,6	427,3	-27,3
Saldo rezerw	-525,6	-138,7	-267,6	-49,1	93,0	-1 260,7	-764,2	-39,4
Udział w zyskach jednostek zależnych	7,7	3,5	-21,8	n.m.	n.m.	14,6	-13,2	n.m.
Zysk brutto	-442,1	-14,6	-177,0	-60,0	1116,3	-658,5	-350,1	-46,8
Podatek dochodowy	-55,5	-0,6	98,6	n.m.	n.m.	-87,2	103,3	n.m.
Akcjonariusze niekontrolujący	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.	-1,6	0,0	n.m.
Zysk netto	-386,6	-14,0	-275,6	-28,7	1 868,7	-572,9	-453,4	-20,9
Podatek bankowy	0,0	0,0	0,0	n.m.	n.m.	0,0	0,0	n.m.
Zysk netto po podatku bankowym	-386,6	-14,0	-275,6	-28,7	1 868,7	-572,9	-453,4	-20,9

Źródło: GNB, Dom Maklerski mBanku, PAP

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

PRZEWAGAŻENIE (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 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.

Investowanie 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 świadczył, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGZ BNP Paribas, Boryszew, Santander Bank Polska, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polinord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE, PEKABEX.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Orbis, Polenergia, Prime Car Management.

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.

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/analiza_l_rynek/analiza_l_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.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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 Poniatowski
+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

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