

środa, 26 czerwca 2019 | aktualizacja raportu

PKO BP: akumuluj (podtrzymana)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Jakość i dywidenda

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację akumuluj dla PKO BP jednocześnie podnosząc cenę docelową do 47,17 PLN na akcję. Uważamy, że ostatnie wyniki PKO BP prezentują ponadprzeciętną jakość, a sama Spółka nieprzerwanie od 9 kwartałów raportuje wyniki zgodne lub powyżej oczekiwań rynku. W efekcie wysokiej dynamiki wyniku odsetkowego wspieranego przez sprzedaż kredytów detalicznych oraz wysoką jakość portfela podnosimy nasze prognozy na rok bieżący o 7% oraz na kolejne dwa lata o 5%-6%. Jednocześnie wyniki za 2019 rok powinny zostać wsparte łącznie przez 235 mln PLN zysków jednorazowych związanych m.in. z rozwiązaniem podatku u źródła (1Q'19), rozpoznanem badwill z przejścia PCM (2Q'19) oraz z rewaluacji udziału w PSP - BLIK (3Q'19). W naszych prognozach zakładamy również wypłatę dywidendy z kapitału niepodzielonego i powtórzenie takiego scenariusza również w 2021 roku. Uważamy, że współczynniki wypłacalności PKO BP pozwalają na taką operację, a dodatkową motywacją może być powstający Fundusz Inwestycji Kapitałowych docelowo zasilany przez dywidendy spółek SP. Uważamy, że wysoka dywidenda oraz rosnąca rentowność uzasadniają re-rating PKO BP do fair P/E na poziomie 13,0x.

Podnosimy prognozy

Podnosimy nasze prognozy o 7% na 2019 rok oraz o 5%-6% na lata 2020-21. Pozytywna rewizja spowodowana jest przez lepsze perspektywy dla wyniku odsetkowego (wyższej prognozy marży odsetkowej) oraz niższego salda rezerw, które regularnie pozytywnie zaskakuje od 2 lat (z wyjątkiem 4Q'18). Uważamy, że realnym terminem przekroczenia wyniku netto na poziomie 5 mld PLN jest dopiero rok 2022, co naszym zdaniem jest nieoficjalnym celem banku. Nasze prognozy są 7% powyżej konsensusu na rok obecny oraz 2%-3% na lata 2020-21.

DYield zawstydzi nawet spółki dywidendowe

Uważamy, że sytuacja kapitałowa pozwoli PKO BP na wypłatę około 100% zysku netto w kolejnych 2 latach (50% z zysku za rok ubiegły + 50% zysku niepodzielone za dwa lata wstecz), co przełoży się na DYield 7%-9%. Dodatkową motywacją do wypłaty może być utworzenie Funduszu Inwestycji Kapitałowych, który ma być zarządzany przez Premiera RP i zasilany z dywidend spółek SP. Uważamy, że zagrożeniem dla prognozowanej przez nas dywidendy mogą być głównie przejścia aktywów przez PKO BP co wydaje się obecnie odległą perspektywą.

Re-rating będzie kontynuować

Dobre wyniki za 1Q'19 oraz potencjalnie wyższa dywidenda spowodowały nagły re-rating PKO BP. Od 11 maja kiedy 12M fwd P/E osiągnęło tegoroczne minimum na poziomie 11,2x wycena PKO wzrosła do 12,8x. Co interesujące Fair P/E nadal jest w trendzie spadkowym, co może zwiastować rychłą falę re-ratingu po stronie analityków. Nasze 2020 Fair P/E znajduje się na poziomie 13,0x, z lekkim dyskontem do ING BSK, co nadal przekłada się na 10% potencjał wzrostu.

| (mln PLN) | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P |
|----------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Wynik odsetkowy | 8 606,0 | 9 353,0 | 10 289,7 | 10 975,3 | 11 615,6 |
| Wynik pozaodsetkowy | 4 220,0 | 4 307,0 | 4 353,6 | 4 413,7 | 4 543,2 |
| Koszty ogółem | 6 050,0 | 6 218,0 | 6 420,9 | 6 552,7 | 6 731,3 |
| Zysk operacyjny* | 6 776,0 | 7 442,0 | 8 222,4 | 8 836,3 | 9 427,5 |
| Zysk netto | 3 104,0 | 3 741,0 | 4 408,8 | 4 550,7 | 4 833,3 |
| Koszty/przychody (%) | 47,2 | 45,5 | 43,8 | 42,6 | 41,7 |
| ROE (%) | 9,0 | 9,9 | 10,9 | 10,7 | 11,0 |
| P/E (x) | 17,0 | 14,1 | 12,0 | 11,6 | 10,9 |
| P/BV (x) | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 |
| DPS | 0,00 | 0,55 | 1,50 | 3,10 | 3,75 |
| Stopa dywidendy (%) | 0,0 | 1,3 | 3,5 | 7,3 | 8,9 |

*przed kosztami rezerw

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca | 42,20 PLN |
| Cena docelowa | 47,17 PLN |
| Kapitalizacja | 52,75 mld PLN |
| Free float | 37,23 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 176,9 mln PLN |

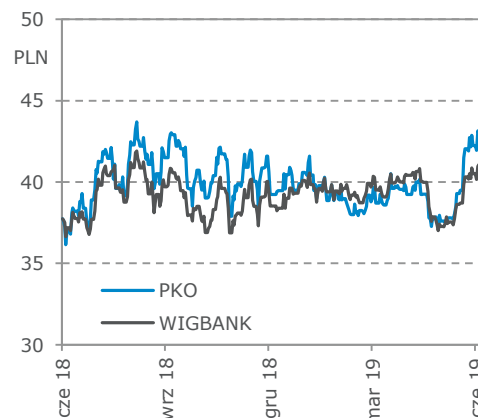
Struktura akcjonariatu

| | |
|---------------|--------|
| Skarb Państwa | 29,43% |
| NN OFE | 7,64% |
| Aviva OFE | 7,13% |
| Pozostali | 55,80% |

Profil spółki

Bank ma największy w kraju portfel depozytów i kredytów detalicznych oraz korporacyjnych. Bank dysponuje zrównoważonym bilansem oraz wysokim 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 | 47,17 | 40,92 | akumuluj | akumuluj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| | PKO BP | 42,20 | 47,17 |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2020P | 2021P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| | WNDB | +0,7% | +0,5% |
| Zysk brutto | +5,8% | +4,6% | +5,7% |
| Zysk netto | +6,7% | +4,8% | +6,2% |

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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 czerwca 2019 o godzinie 8:33.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 czerwca 2019 o godzinie 8:33.

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., 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 branżowych 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 PKO BP wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

| rekomendacja | akumuluj | trzymaj | akumuluj | kupuj | akumuluj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-05-09 | 2019-02-01 | 2018-12-05 | 2018-11-05 | 2018-10-04 |
| cena docelowa (PLN) | 40,92 | 40,92 | 45,00 | 47,00 | 47,00 |
| kurs z dnia rekomendacji | 37,78 | 39,51 | 41,96 | 40,39 | 42,55 |

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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, gaming

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