

piątek, 12 lipca 2019 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: redukcja (obniżona)

SPL PW; SPL1.WA | Banki, Polska

Gdzie jest Deutsche Bank?

Obniżamy naszą neutralną rekomendację trzymaj do redukcji oraz cenę docelową o 11% do 337,00 PLN na akcję. Biorąc pod uwagę zaraportowane wyniki za 1Q'19 oraz prognozowane na 2Q'19 uważamy, że całoroczny konsensus na poziomie 2 571,7 mln PLN jest obecnie za wysoki aż o 9%. Przed ogłoszeniem fuzji z Deutsche Bank Polska (14 grudnia 2017) prognozy na 2019 i 2020 rok znajdowały się o odpowiednio 11% i 5% wyżej niż obecny konsensus. Spadek konsensusu nie może zostać wytłumaczony jedynie przez wyższe koszty BFG, czy powstałe koszty integracji, ale również przez wyższy koszt ryzyka oraz słabość wyniku prowizyjnego. Od 2017 roku koszt ryzyka w Santander wzrósł z 63 p.b. do ponad 80 p.b., co ma głównie związek ze znacznie niższymi zyskami uzyskiwanymi ze sprzedaży portfeli zagrożonych. Ponadto, wraz z wypłatą całego niepodzielonego zysku z lat ubiegłych uważamy, że dywidenda Santander na tle konkurencji nie będzie prezentowała się już tak wyjątkowo (DYield >3%). Podsumowując, gorsze od oczekiwań wyniki oraz zgodna ze średnią rentowność i dywidenda nie uzasadniają naszym zdaniem bieżącej premii do rynku na poziomie 9% (2020 P/E). Obecnie preferujemy inwestycję w walory PKO czy Pekao, które powinny zaproponować dwa razy wyższą dywidendę przy porównywalnym ROE.

Konsensus nadal za wysoki

Przez ostatni rok konsensus zysku netto na 2019 i 2020 spadł o odpowiednio 10% i 8%, a naszym zdaniem to nadal nie koniec. Prognoza na 2019 jest naszym zdaniem za wysoka o 9%, co wynika z wyższych kosztów BFG, kosztów restrukturyzacji oraz salda rezerw. Dodatkowo na lata 2020/21 oczekujemy spadku konsensusu na poziomie 3%-8%. Nasze prognozy na lata 2019/20 zostały obniżone o 11%-9% głównie za sprawą niższego wyniku prowizyjnego (-6%/-5%) oraz wyższego salda rezerw i kosztów.

Wyniki 2Q'19 wskażą kierunek dla prognoz całorocznych

Oczekujemy, że Santander w 2Q'19 zaraportuje zysk netto na poziomie 675 mln PLN, wsparty przez sezonową dywidendę z Aviva. Na plus w wynikach odbieramy dobre wolumeny kredytowe, zaś na minus płaską Q/Q marżę odsetkową (pomimo sezonowo słabego 1Q), rosnący koszt ryzyka (do 82 p.b. z 74 p.b. w 1Q'19) oraz niższy spadek kosztów operacyjnych niż by to wynikało z korekty kosztów 1Q o jednorazowe składki BFG i koszty zwolnień grupowych. Uważamy, że wyniki za 2Q'19 przyczynią się do dalszej korekty konsensusu całorocznego.

Wyniki i dywidenda nie uzasadniają znaczącej premii

ROE na poziomie 9%-11% oraz stopa dywidendy na poziomie >3% nie uzasadniają znaczącej premii (16%-9% na 2019-21 P/E) do rynku szczególnie biorąc pod uwagę, że konkurenci o zbliżonej rentowności proponują dwa razy wyższą dywidendę. Obecnie na przyszłorocznym P/E oraz P/B wyceniamy Santander zgodnie ze spółkami porównawczymi (P/E 12x oraz P/BV na poziomie 1,3x).

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	5 276,9	5 742,4	6 715,8	7 260,3	7 654,4
Wynik pozaodsetkowy	2 486,8	2 553,7	2 666,4	2 758,7	2 844,5
Koszty ogółem	3 372,4	3 769,0	4 229,0	4 020,2	4 058,6
Zysk operacyjny*	4 391,2	4 527,2	5 153,2	5 998,7	6 440,2
Zysk netto	2 213,1	2 365,2	2 352,2	2 864,7	3 098,8
Koszty/przychody (%)	43,4	45,4	45,1	40,1	38,7
ROE (%)	10,6	10,1	9,3	10,9	11,0
P/E (x)	16,0	15,2	15,5	12,7	11,8
P/BV (x)	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
DPS	5,40	3,10	19,72	11,52	14,03
Stopa dywidendy (%)	1,5	0,9	5,5	3,2	3,9

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	357,20 PLN
Cena docelowa	337,00 PLN
Kapitalizacja	35,45 mld PLN
Free float	11,53 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	36,5 mln PLN

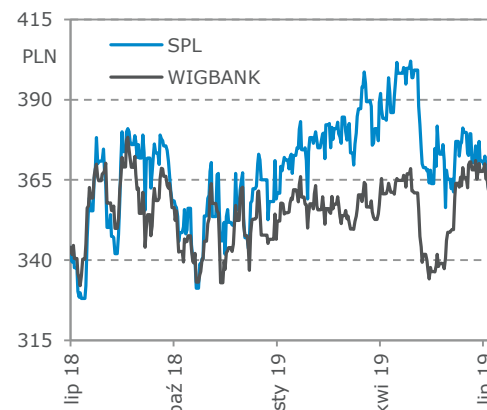
Struktura akcjonariatu

Banco Santander S.A.	67,47%
Pozostali	32,53%

Profil spółki

Portfel kredytowy Santander ma charakter uniwersalny z lekkim przeważeniem w stronę segmentu korporacyjnego. Niemniej jednak wraz z konsolidacją Santander Consumer Bank oraz części detalicznej Deutsche Bank Polska, udział kredytów detalicznych w portfelu znacząco wzrósł. Celem strategicznego inwestora, Santander, jest głównie wygenerowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy poprzez kontrolę kosztów oraz realizację synergii z ostatnich przejęć.

Kurs akcji SPL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara

Santander	337,00	377,27	redukcja	trzymaj
-----------	--------	--------	----------	---------

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
--------	--------------	---------------	------------------

Santander	357,20	337,00	-5,7%
-----------	--------	--------	-------

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
--------------------------------------	-------	-------	-------

WNDB	-2,8%	-3,8%	-5,0%
------	-------	-------	-------

Zysk brutto	-8,5%	-7,5%	-10,4%
-------------	-------	-------	--------

Zysk netto	-11,2%	-9,2%	-12,9%
------------	--------	-------	--------

Analizy:

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/gpwwa>) 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 sporządzenie 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 12 lipca 2019 o godzinie 08:22. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 lipca 2019 o godzinie 08:22.

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 sporządzenie 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 Santander Bank Polska wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-06-03	2019-02-01	2018-12-05	2018-11-05	2018-10-04	2018-09-03
cena docelowa (PLN)	377,27	388,00	400,00	400,00	400,00	430,00
kurs z dnia rekomendacji	365,20	373,80	364,80	353,80	367,00	376,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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 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

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