

czwartek, 23 stycznia 2020 | komentarz specjalny

Banki – Prognoza wyników 4Q'19

Banki, Polska

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

Wyniki polskich banków za 4Q'19 postrzegamy negatywnie nie tylko ze względu na znaczące odpisy osłabiające rentowność oraz podkreślające ryzyko związane z kredytami frankowymi, ale także na spadek powtarzalnego wyniku. Prognozujemy, że wynik netto sektora spadnie 21% R/R oraz 18% Q/Q (-6% R/R oraz -12% Q/Q bez zdarzeń jednorazowych). Oznacza to, że konsensus prognoz na 2019 r. powinien ulec obniżce aż o 19%. Z drugiej strony oczekujemy, że reakcja na słabe wyniki będzie umiarkowana ze względu na ostrzeżenia banków dotyczące odpisów na zwrot prowizji oraz rezerw na kredyty CHF, które płynęły po ogłoszeniu wyników za 3Q'19. Niemniej jednak uważamy, że efekt zwrotu prowizji nadal jest w pełni uwzględniony w konsensusie na wynik odsetkowy i marżę, podobnie jak i spowolnienie gospodarcze w koszcie ryzyka. Dodatkowo, część sektora nadal upiera się przy podejściu efektywnej stopy do rozliczenia nadpłaconej prowizji co może spowodować dodatkowe odpisy w 2020 roku. Z raportujących banków szczególną uwagę zwracamy na Bank Millennium oraz PKO BP. Uważamy, że pomimo bardzo niskiego wyniku netto w 4Q Bank Millennium jest nadal jednym z najbardziej liberalnie tworzących rezerwy banków na rynku, co może mieć negatywne konsekwencje w 2020 roku. W PKO naszą uwagę zwracają wysokie odpisy (szacujemy >0,5 mld PLN), które chociaż nie zachwieją pozycją banku, to pokazują, że wbrew wcześniejszej narracji, PKO BP nie jest bezpieczną przystanią i również musi się mierzyć np. z problemem kredytów CHF. Podsumowując oczekujemy, że wyniki za 4Q'19 wywołają umiarkowanie negatywną reakcję rynku oraz spowodują dalszą rewizję prognoz ze szczególnym wskazaniem marży odsetkowej oraz kosztu ryzyka. W takim środowisku operacyjnym naszą uwagę kierujemy w kierunku Czech (Moneta, Komerční) oraz Austrii (Erste Group).

Prognozy wyniku netto poszczególnych banków

(mIn PLN)	mBank	Q/Q	R/R	konsensus*	różnica
PKO BP	789	-36%	-22%	1145	-31%
Pekao	672	2%	-10%	755	-11%
Santander	464	-26%	-40%	678	-32%
ING	455	10%	1%	481	-5%
Millennium	78	-61%	-63%	188	-58%
Handlowy	161	42%	6%	184	-12%
Alior Bank	151	21%	-17%	191	-21%

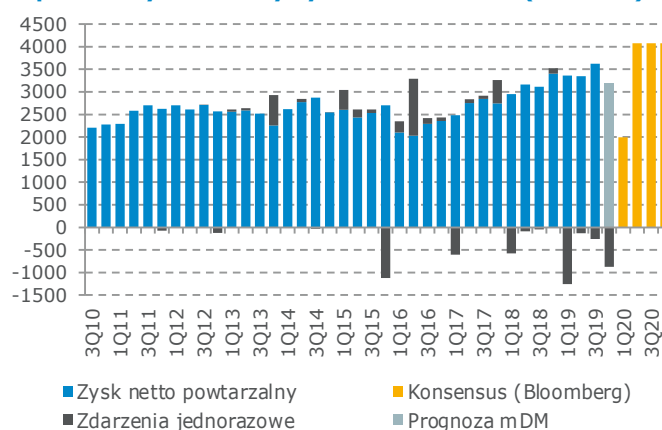
Źródło: mBank, Bloomberg, *Konsensus implikowany konsensusem rocznym

Kalendarium wyników

	Wyniki wstępne	Wyniki
Santander	2020-01-29	2020-02-20
Millennium	2020-02-03	2020-02-14
mBank	2020-02-06	2020-02-28
ING	2020-02-06	2020-03-06
Handlowy	2020-02-13	2020-03-26
PKO BP		2020-02-12
Pekao		2020-02-27
Alior Bank		2020-02-28
BNP Paribas		2020-03-03
BOŚ		2020-03-17

Źródło: banki

Implikowany kwartalny zysk netto sektora (mIn PLN)



Źródło: banki, mBank, Bloomberg

Rozczarowujący kwartał – brak zwycięzcy

Uważamy, że 4Q'19 rozczaruje nie tylko poziomem odpisów (w większości także wpływ na dywidendę), ale również zyskiem netto oczyszczonym o zdarzenia jednorazowe. Banki po raz pierwszy w pełni uwzględnią efekt zwrotu prowizji w wyniku odsetkowym, co powoduje, że pomimo wzrostu wolumenów kredytowych wynik odsetkowy cofnie się o 1% Q/Q. Wynik bez znaczących zdarzeń jednorazowych zaraportują ING BSK, Bank Handlowy, Pekao oraz Alior. Niemniej jednak wszystkie banki różnią się z oczekiwanym całorocznym konsensusem na 2019, zaś sam 4Q'19 wskaże, że konsensus prognoz na 2020 jest za wysoki i czeka nas fala obniżek. Z raportujących banków szczególną uwagę zwracamy na Bank Millennium oraz PKO BP. Bank Millennium na tle sektora wyróżnia się nadal dość liberalnym podejściem do rezerw na sprawy CHF (1% portfela vs 2% w SPL, 2,5% w ING) oraz do zwrotu prowizji (metodologia efektywnej stopy). PKO BP z kolei pokaże dość solidny oczyszczony wynik netto, ale to właśnie znaczące rezerwy związane w 4Q'19 pokażą, że bank liczy się z potencjalnymi problemami związanymi z portfelem CHF w przyszłości.

Prognozowany zagregowany DPS powinien spaść

Wraz z kwartalnymi prognozami aktualizujemy implikowane nimi dywidendy dla poszczególnych banków. Ze względu na gorszy od naszych wcześniejszych oczekiwań kwartał, przewidywany DPS został obniżony w przypadku trzech banków (PKO, PEO, SPL), zaś w przypadku dwóch banków (ING, BHW) zrewidowana w górę prognoza kwartalna pozytywnie wpłynęła na implikowany DPS. Największa obniżka dotyczy PKO BP i Santander, dla których wyraźnie gorszy kwartał przełoży się na obniżenie prognozowanego DPS o odpowiednio 5% i 6%. Nie zmienia to jednak faktu, że przy obecnych cenach rynkowych stopy dywidendy są atrakcyjne w niektórych przypadkach. Liderem jest tu PKO BP, który wg naszych prognoz oferuje obecnie stopę dywidendy na poziomie 8,5%. Na dalszych miejscach plasują się Handlowy (7,3%), i Pekao (6,1%). ING i Santander oferuje obecnie dividend yield poniżej 2%. Uważamy, że w przypadku PKO BP atrakcyjna dywidenda będzie głównym czynnikiem wspierającym w obliczu zbliżającego się słabszego momentum wynikowego.

Wymogi kapitałowe do wypłaty dywidendy i DPS

	75%		100%		Stan na 3Q'19		DPS*
	Tier 1	TCR	Tier 1	TCR	Tier 1	TCR	
PKO BP	14,3%	16,4%	14,4%	16,5%	16,7%	18,0%	2,98
Pekao	13,8%	15,8%	16,0%	18,0%	15,5%	17,2%	6,15
Santander	13,8%	15,8%	15,0%	17,0%	14,3%	16,1%	5,01
ING	13,5%	15,5%	13,5%	15,5%	14,2%	15,5%	3,84
Millennium	16,7%	19,9%	20,1%	23,3%	17,1%	20,2%	0,00
Handlowy	13,3%	15,3%	14,6%	16,6%	16,3%	16,3%	3,93
Alior Bank	13,0%	15,0%	14,5%	16,5%	13,4%	16,2%	0,00

Źródło: banki, mBank, *implikowany z prognoz kwartalnych

Małe TSUE z efektem długofalowym

4Q'19 będzie pierwszym kwartałem w którym efekt zwrotu części prowizji w pełni odcisnie się na wyniku odsetkowym, a marża odsetkowa znajdzie się pod presją. Efekt ten nie jest w pełni uwzględniony w oczekiwaniach rynkowych na 2020 rok, dlatego uważamy, że będzie to jedna z przyczyn obniżania oczekiwań rynkowych. Według komunikatów rynkowych i zapowiedzi zarządów, największy roczny, powtarzalny wpływ powinien być widoczny w Santanderze, PKO BP i Aliorze. Naszym zdaniem pod znakiem zapytania stoi pełny efekt rozliczenia prowizji w Millennium, który korzysta z metody efektywnej stopy procentowej przy wycenie ewentualnych roszczeń klientów oraz wpływu na wynik odsetkowy. Co więcej, wraz z przejściem Eurobanku, Millennium dodatkowo zwiększył ekspozycję na segment pożyczek gotówkowych. Ciekawy jest również przypadek Banku Handlowego, który jako jedyny z analizowanych przez nas banków nie zawiązał żadnych rezerw, ani nie skomentował wpływu tzw. „małego TSUE” na wynik odsetkowy. Można jednak przypuszczać, że ze względu na niską sprzedaż pożyczki gotówkowej, wpływ ten będzie niewielki w relacji do innych banków. Spodziewamy się, że po 4Q'19 większość rezerw na zwroty części kosztów powinno być zawiązanym, nie wykluczamy jednak, że w niektórych przypadkach poziom rezerw na ten cel będzie jeszcze zwiększany.

Szacunkowy wpływ małego TSUE na roczny wynik odsetkowy

(mln PLN)	Szacowany roczny wpływ na wynik odsetkowy (mln PLN)	Dotychczasowe rezerwy (mln PLN)
PKO BP	320	68,5
Pekao	123	29,5
Santander	404	83
ING	30	17
Millennium	84	53
Handlowy	0	0
Alior Bank	316	57

Źródło: banki, mBank

Alior Bank

- Alior Bank opublikuje wyniki 28 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 150,7 mln PLN, czyli wzrośnie o 21% Q/Q, ale spadnie 17% R/R.
- Nasza prognoza jest o 21% niższa od implikowanego dla 4Q'19 wyniku z całorocznych prognoz rynku (źródło: Bloomberg). Niemniej jednak uważamy, że różnica wynika z braku w konsensusie pełnego efektu zwrotu prowizji (80 mln PLN kwartalnie)
- Pomimo znaczącego efektu zwrotu prowizji oczekujemy, że wynik odsetkowy spadnie zaledwie o 3% Q/Q lub około 27 mln PLN Q/Q dzięki wzrostowi organicznemu.
- Oczekujemy lekkiego spadku kosztów operacyjnych w ujęciu rocznym (-1% R/R), które pomimo tego z powrotem wzrosną lekko powyżej 400 mln PLN.
- Saldo rezerw szacujemy na 316 mln PLN co oznacza jego spadek o 3% Q/Q. Nasza prognoza przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 200 p.b.
- Nasza prognoza wpisuje się w guidance Zarządu po 3Q'19 na powtarzalne wyniki. Ponadto uważamy, że wynik za 4Q'19 wskazuje, że konsensus prognoz na cały 2020 r., choć ambitny to jest w zasięgu banku

Alior Bank: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	775,3	802,3	-3%	-3%
Wynik prowizyjny	170,1	172,5	-1%	48%
WNDB	1004,6	1033,5	-3%	-6%
Koszty operacyjne	-403,2	-372,0	8%	-1%
Saldo rezerw	-315,9	-324,8	-3%	5%
Zysk netto	150,7	124,5	21%	-17%

Źródło: mBank

Santander Bank Polska

- Santander Bank Polska zaraportuje wstępne wyniki za 4Q'19 29 stycznia 2020 roku.
- Zysk netto za 4Q'19 prognozujemy na poziomie 464 mln PLN, -26% Q/Q oraz -40% R/R.
- Nasza prognoza na cały rok jest o 9% niższa od obecnej mediany konsensusu. Uważamy, że różnica wynika z braku w konsensusie odpisów jednorazowych, które będą miały miejsce w 4Q.
- Santander Bank Polska zaraportował, że w 4Q'19 zawiąże rezerwy w wysokości 173 mln PLN na ryzyko prawne związane z portfelem walutowych kredytów hipotecznych oraz 184 mln PLN związanych ze zwrotem części prowizji za udzielenie kredytów konsumpcyjnych spłaconych przed terminem. Łącznie bank zaksięguje 357 mln PLN negatywnych odpisów, z czego 101 mln PLN w wyniku odsetkowym, zaś pozostała część pozostałych kosztach operacyjnych.

- Oczyszczając wyniki o zdarzenia jednorazowe zarówno w 4Q'18 jak i w 4Q'19 wynik netto zanotowałyby wzrost o 23% R/R do szacowanych 752 mln PLN.
- Wynik odsetkowy w 4Q'19 wyniesie 1 671 mln PLN, co oznacza spadek o 1,8% Q/Q, ale wzrost 8,9% R/R. Przekłada się to także na kwartalny spadek marży o 12 p.b. do 3,20% (do średnich aktywów). Spadek wyniku spowodowany jest przez zwrot prowizji za udzielenie kredytów konsumenckich w kwocie 101 mln PLN.
- Oczekujemy lekkiego spadku wyniku prowizyjnego na poziomie -1,2% Q/Q, który naszym zdaniem spowodowany będzie prowizjami związanymi z kredytami.
- Oczekujemy, że koszty operacyjne wzrosną o 4,8% R/R do 961 mln PLN, co oznacza wyhamowanie dynamiki. Należy również pamiętać, że Santander rozpoczął konsolidację DB na początku listopada 2018.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 277,5 mln PLN, co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 74 p.b. (do średnich kredytów brutto). W całym roku koszt ryzyka wynosi 84 p.b., co oznacza, że nasze prognozy są zgodne z całorocznym założeniem Zarządu.
- Implikowany zysk z 4Q'19 sugeruje, że konsensus prognoz na 2020 r. jest za wysoki o 9% chociaż część luki zostanie zniwelowana przez wzrost organiczny oraz synergije kosztowe. Z drugiej strony zakładamy, że banki w 2020 roku założą kolejne rezerwy na sprawy CHF. Podsumowując, postrzegamy prognozowane wyniki lekko pozytywnie, ponieważ powtarzalny zysk Santander w 4Q'19 powinien być jednym z najwyższych w historii.

Konferencja:

Data i czas: 29 stycznia, 11:00 CET

Miejsce: Al. Jana Pawła II 17, Vp.

T: +48 22 100 14 91

PIN: 9514

Santander Bank Polska: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1670,7	1701,0	-2%	9%
Wynik prowizyjny	537,5	544,0	-1%	8%
WNDB	2375,1	2453,6	-3%	12%
Koszty operacyjne	-961,1	-946,8	2%	5%
Saldo rezerw	-277,5	-336,6	-18%	-34%
Zysk netto	463,6	625,7	-26%	-40%

Źródło: mBank

Bank Handlowy

- Bank Handlowy opublikuje wstępne wyniki 13 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wzrośnie do 161,1 mln PLN, +42% Q/Q i 6% R/R.
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 12% niższa od implikowanego z prognoz całorocznych. Uważamy, że taka różnica wynika z odpisów jakie bank zrobił w 3Q'19, i które nie zostały uwzględnione jeszcze w konsensusie.
- Oczekujemy lekkiego kwartalnego spadku wyniku odsetkowego w 4Q'19 (-0,8% Q/Q ale +3,6% R/R). Lekkie cofnięcie wyniku może być spowodowane przez sezonowy napływ depozytów w 4Q.
- Oczekujemy lekkiego wzrostu kosztów operacyjnych w odniesieniu do 3Q'19 o 1,6% Q/Q. W ujęciu rocznym koszty odnotują wzrost na poziomie +1%.
- Po słabych dwóch kwartałach oczekujemy, że koszt ryzyka powróci do bardziej znormalizowanych poziomów 69 p.b. z czego 62 p.b. w korporacjach oraz 80 p.b. w detalu.
- Pomimo gorszych wyników od implikowanego całorocznego konsensusu uważamy, że znacząca poprawa kwartalna rentowności oraz brak znaczących zdarzeń jednorazowych powinna zostać odebrana pozytywnie.

Handlowy: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	289,2	291,6	-1%	4%
Wynik prowizyjny	139,1	141,7	-2%	3%
WNDB	555,1	552,7	0%	8%
Koszty operacyjne	-280,5	-276,1	2%	1%
Saldo rezerw	-36,7	-91,2	-60%	212%
Zysk netto	161,1	113,7	42%	6%

Źródło: mBank

ING BSK

- ING BSK zaraportuje wyniki 4Q'19 6 lutego (czwartek).
- Oczekujemy zysku netto na poziomie 455,6 mln PLN, +10% Q/Q oraz +1% R/R.
- Nasza prognoza znajduje się 6% poniżej implikowanego konsensusu z prognoz całorocznych.
- Oczekujemy, że ING BSK pokaże w 4Q'19 lekki spadek marży odsetkowej i pozostałych przychodów, co spowodowane jest implikacją zwrotu prowizji z rozliczonych kredytów konsumenckich oraz zaksięguje rezerwy na kredyty CHF (5 mln PLN).
- Z drugiej strony oczekujemy, lekkiej, kwartalnej poprawy kosztów operacyjnych oraz wyniku prowizyjnego.

ING BSK: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1134,7	1120,0	1,3%	14,0%
Wynik prowizyjny	347,0	340,4	1,9%	4,9%
WNDB	1503,6	1469,3	2,3%	10,6%
Koszty operacyjne	-590,2	-604,4	-2,4%	4,2%
Saldo rezerw	-186,5	-180,2	3,5%	89,4%
Zysk netto	455,6	414,8	9,8%	0,7%

Źródło: mBank

Bank Millennium

- Bank Millennium zaraportuje wstępne wyniki za 4Q'19 3 lutego 2019 roku (poniedziałek).
- Zysk netto za 4Q'19 prognozujemy na poziomie 78,0 mln PLN, -61% Q/Q oraz -63% R/R.
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 58% niższa od implikowanego z prognoz całorocznych. Uważamy, że taka różnica wynika z odpisów jakie bank zrobił w 4Q'19, i które nie zostały uwzględnione jeszcze w konsensusie.
- Wyniki będą obniżone przez 150 mln PLN negatywnego odpisu na sprawy sądowe związane z kredytami CHF, które prognozujemy w pozostałych kosztach.
- Prognozujemy wynik odsetkowy w 4Q'19 na poziomie 692 mln PLN, co oznacza wzrost o 1% Q/Q oraz 42% R/R. Kwartalna dynamika dotknięta jest przez koszty związane ze zwrotem prowizji z rozliczonych kredytów konsumenckich, zaś R/R przez konsolidację Eurobanku.
- Oznacza to, że kwartalna marża odsetkowa cofnie się o 7 p.b. do poziomu 2,80%.
- Oczekujemy, że przychody poza odsetkowe spadną o 15% Q/Q, głównie ze względu na rozpoznanie transakcji BLIK w 3Q'19. Wynik prowizyjny powinien zanotować pozytywną dynamikę na poziomie +2% Q/Q i +12% R/R.
- Prognozujemy koszty operacyjne na poziomie 502 mln PLN (+4,5% Q/Q oraz +57% R/R). Wzrost kosztów operacyjnych spowodowany będzie kosztami związanymi z integracją Eurobanku (c.60 mln PLN).
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 107,4 mln PLN (-20% Q/Q), co przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 60 p.b. (do średnich kredytów brutto).

- Ogólnie wyniki 4Q mogą zostać odebrane przez rynek lekko negatywnie. Oczyszczony wynik na poziomie około 250 mln PLN wskazuje, że konsensus na 2020 r. na poziomie c.918 mln PLN jest zbyt wysoki (koszty BFG, możliwe dodatkowe rezerwy). Dodatkowo Bank Millennium nie rozpoznaje liniowo zwrotu prowizji związanym z wyrokiem TSUE, co może spowodować dodatkowe koszty w przyszłym roku.

Bank Millennium: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	691,9	687,6	1%	42%
Wynik prowizyjny	181,7	178,3	2%	12%
WNDB	964,2	1008,3	4%	32%
Koszty operacyjne	-501,7	-480,1	5%	57%
Saldo rezerw	-107,4	-133,8	-20%	84%
Zysk netto	78,0	200,1	-61%	-63%

Źródło: mBank

Bank Pekao

- Bank Pekao opublikuje wyniki 27 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 671,9 mln PLN, czyli wzrośnie o 2% Q/Q, ale spadnie o 10% R/R.
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 11% niższa od implikowanego z prognoz całorocznych (źródło: Bloomberg) czwartego kwartału.
- Oczekujemy, że wyniki wsparte będą przez zysk jednorazowy na sprzedaży kredytów niepracujących oraz negatywnie dotknięte przez zawiązaną rezerwę na kredyty CHF. Szacujemy łączny efekt ww. zdarzeń na około -20 mln PLN.
- Oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie 0,8% Q/Q oraz +8,4% R/R, zaś marża odsetkowa spadnie o 4 p.b. Q/Q do 2,76% (do średnich aktywów). Płaski wynik odsetkowy jest efektem zwrotu prowizji z kredytów konsumenckich (całoroczny efekt 100 mln PLN netto).
- Oczekujemy płaskich kosztów w ujęciu kwartalnym (882 mln PLN) osiągniętych dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia w 2019 roku.
- Prognozujemy saldo rezerw na poziomie 181 mln PLN, które przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 50 p.p.
- Uważamy, że wynik lekko rozczaruje szczególnie, że efekt zdarzeń jednorazowych jest znacząco niższy niż np. w Santander, Alior czy Millennium. Niemniej jednak powtarzalny poziom zysku netto osiągnięty w 4Q'19 wskazuje, że konsensus prognoz na 2020 r. jest w zasięgu banku przez co wyniki nie powinny pociągnąć za sobą znaczących rewizji prognoz.

Bank Pekao: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	1402,9	1391,4	1%	8%
Wynik prowizyjny	647,3	642,8	1%	1%
WNDB	2225,1	2062,5	8%	6%
Koszty operacyjne	-882,3	-883,3	0%	0%
Saldo rezerw	-180,9	-176,5	2%	72%
Zysk netto	671,9	656,2	2%	-10%

Źródło: mBank

PKO BP

- PKO BP opublikuje wyniki 12 lutego.
- Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 789,4 mln PLN, czyli spadnie o 36% Q/Q i 22% R/R
- Konsensus prognoz kwartalnych nie jest jeszcze dostępny, ale nasza prognoza jest o 31% niższa od implikowanego z prognoz całorocznych (źródło: Bloomberg) czwartego kwartału.
- Uważamy, że różnica pomiędzy prognozami a konsensusem wynika z odpisów jakie PKO BP robi na kredyty CHF oraz zwrot prowizji w łącznej kwocie 530 mln PLN.
- Oczekujemy spadku o 1% Q/Q wyniku odsetkowego oraz marży odsetkowej o 11 p.b. Q/Q głównie ze względu na efekt zwrotu prowizji.
- Oczekujemy sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych o 7,0% Q/Q, które będą głównie napędzane przez koszty pracownicze (sezonowe premie).
- Oczekujemy, że saldo rezerw bez rezerw na kredyty CHF będzie płaskie Q/Q, co przełoży się na koszt ryzyka równy 50 p.b. Rezerwy na sprawy CHF spowodują podwojenie kosztu ryzyka do poziomu 113 p.b.
- Oczekujemy wysokiej efektywnej stawki podatkowej na poziomie 26%.
- Uważamy, że wyniki będą negatywnie odebrane przez rynek. Znaczące prognozowane przez nas odpisy w 4Q podkreślą zaangażowanie banku w kredyty walutowe oraz ich ryzykowną naturę. Jednocześnie uważamy, że konsensus prognoz na 2020 r. na poziomie 4,6 mld PLN, choć ambitny, może być nadal w zasięgu banku.

PKO BP: Prognoza wyników za 4Q'19

(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	2641,8	2662,0	-1%	6%
Wynik prowizyjny	775,3	770,0	1%	1%
WNDB	3855,1	3831,0	1%	8%
Koszty operacyjne	-1572,3	-1470,0	7%	8%
Saldo rezerw	-678,7	-294,0	131%	61%
Zysk netto	789,4	1229,0	-36%	-22%

Źródło: mBank

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
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 Biura 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia 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 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. 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 rozpowszechniana 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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 Biuro maklerskie 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: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energooparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA I Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Sesto, Zarwarwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Traczynski, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamiang akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergan, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA I Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primatech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@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