

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

Banki

Polska

Epidemia strachu

Oczekując recesji spowodowanej pandemią COVID-19 obniżamy nasze prognozy zysku netto polskiego sektora bankowego o 44%-32% na lata 2020-21. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że kwarantanna będzie trwała do końca maja, a każdy miesiąc jej przedłużenia będzie wymagał dalszych korekt naszych prognoz. Nie ma historycznego precedensu do współwystępowania szoku popytowo-podażowego w obliczu pandemii, co dodatkowo utrudnia oszacowanie skali strat jakie banki mogą ponieść. Za zmianę prognoz odpowiada głównie podwojony koszt ryzyka do poziomu 155 p.b. (+6,5 mld PLN R/R). Choć pesymiści uznają ten poziom za zbyt niski to do naszej narracji skłania szereg środków regulacyjnych podjętych przez EBA, KNF, ZBP oraz NBP. Nowe wytyczne regulatorów pozwalają bankom podchodzić w sposób elastyczny do tworzenia rezerw oraz zachęcają do podtrzymywania płynności w zagrożonych kryzysem spółkach. Niemniej jednak uważamy, że np. moratorium kredytowe może być zastosowane jedynie raz, po czym banki będą zmuszone do masowego tworzenia rezerw i dlatego podkreślamy jak ważne jest w miarę precyzyjne oszacowanie długości kwarantanny. Dodatkowo w naszych prognozach uwzględniliśmy cięcie stóp procentowych o 50 p.b., które obniżają prognozy o kolejny 1 mld PLN. Warto również podkreślić, że sytuacja kapitałowa sektora podczas obecnego kryzysu jest niewspółmiernie lepsza (TCR równy 19%) niż np. w 2008 roku (TCR równy 11%). Choć brak jasnej kwantyfikacji ryzyka napędził spiralę strachu, która pociągnęła w dół lokalny indeks bankowy o 25% w zaledwie dwa tygodnie, to uważamy, że w naszym konserwatywnym bazowym scenariuszu nadal można odnaleźć okazje inwestycyjne. Jednocześnie ze względu na niepewne środowisko operacyjne prezentujemy w raporcie analizę wrażliwości opartą na bazowym, optymistycznym oraz negatywnym scenariuszu.

Nasza preferencja dla Pekao

Naszym zdecydowanym top-pick w polskim sektorze bankowym jest obecnie Bank Pekao, notowany na historycznie niskim 0,6x P/BV 2021, a przy tym jeden z najbardziej odpornych banków na kryzysowe otoczenie. Potencjał wzrostu widzimy także w Alior Banku, Santander, Millennium oraz PKO BP. Z drugiej strony podtrzymujemy sprzedaż dla ING BSK, którego wycena rynkowa spadła o 19% R/R vs oczekiwane cięcie prognoz c.40% oraz obniżamy naszą rekomendację dla Banku Handlowego do trzymaj.

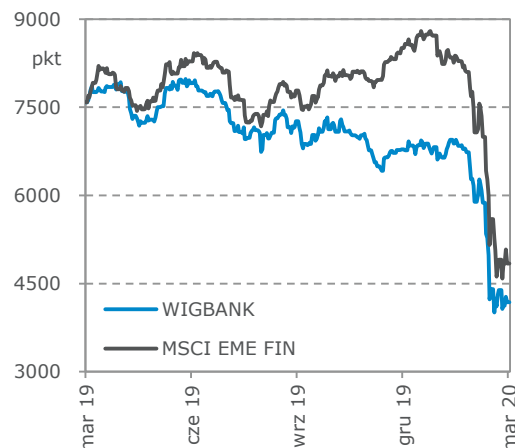
Prezentujemy też czarny scenariusz

Do naszych prognoz aplikujemy też scenariusz negatywny, w którym zakładamy dodatkowe cięcie stóp procentowych o 50 p.b. w 2021 roku oraz koszty ryzyka wyższe o 50 p.b., zarówno w części detalicznej, jak i korporacyjnej portfela w 2020 i 2021 roku, w stosunku do scenariusza bazowego. W materializacji tych założeń WNDB cofnąłby się o 6% w 2021 r. w stosunku do pierwotnych szacunków, zaś saldo rezerw wzrosłoby o 24% w 2020 i 30% w 2021 roku, wynik netto okazałby się niższy o 33% w 2020 i 52% w 2021 roku w stosunku do bazy. Najmocniej ucierpiałaby wycena Aliora, która spadłaby do 9,28 PLN oraz Millennium, który byłby wyceniany na 1,72 PLN. Względnie bezpieczna okazuje się wycena Pekao, która przy powyższych założeniach cofnęłaby się do 79,85 PLN na akcje.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	20P	21P	22P
PKO	12,0	9,3	7,9	0,6	0,6	0,6	5,5	6,9	8,1
PEO	8,2	7,6	6,0	0,6	0,6	0,5	7,3	7,5	9,0
SPL	12,8	9,9	8,0	0,7	0,6	0,6	5,3	6,5	7,5
ING	19,6	16,5	12,3	1,3	1,2	1,1	6,6	7,5	9,5
MIL	20,0	10,3	10,1	0,5	0,5	0,4	2,3	4,4	4,4
BHW	14,8	13,3	10,9	0,8	0,8	0,8	5,4	5,8	7,0
ALR	78,1	4,2	2,9	0,2	0,2	0,2	0,3	5,8	7,6

WIG-Banki	4 181
MSCI EME Financials	149
2020P P/E	14,9x
2020P P/BV	0,8x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	26,90	39,69	kupuj	kupuj
PEO	83,51	115,20	kupuj	kupuj
SPL	229,52	287,90	kupuj	trzymaj
ING	126,36	170,00	sprzedaj	sprzedaj
MIL	4,06	5,47	kupuj	trzymaj
BHW	45,66	63,46	trzymaj	akumuluj
ALR	24,72	30,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	22,75	26,90	+18,2%
PEO	55,32	83,51	+50,9%
SPL	173,90	229,52	+32,0%
ING	153,80	126,36	-17,8%
MIL	3,30	4,06	+23,4%
BHW	44,00	45,66	+3,7%
ALR	13,00	24,72	+90,1%

Analizy:

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

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

Spis treści

1. Podsumowanie inwestycyjne	3
2. PKO Bank Polski	11
3. Bank Pekao	15
4. Santander Bank Polska.....	19
5. ING Bank Śląski.....	23
6. Bank Millennium.....	27
7. Bank Handlowy	31
8. Alior Bank	35

Podsumowanie inwestycyjne

OCzekując recesji spowodowanej pandemią COVID-19 obniżamy nasze prognozy zysku netto polskiego sektora bankowego o 44%-32% na lata 2020-21. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że kwarantanna będzie trwała do maja włącznie, a każdy miesiąc jej przedłużenia będzie wymagał dalszych korekt naszych prognoz. Nie ma historycznego precedensu do współwystępowania szoku popytowo-podażowego w obliczu pandemii, co dodatkowo utrudnia oszacowanie skali strat jakie banki mogą ponieść. Za zmianę prognoz odpowiada głównie podwojony koszt ryzyka do poziomu 155 p.b. (+6,5 mld PLN R/R). Choć pesymiści uznają ten poziom za zbyt niski to do naszej narracji skłania szereg środków regulacyjnych podjętych przez EBA, KNF, ZBP oraz NBP. Nowe wytyczne regulatorów pozwalają bankom podchodzić w sposób elastyczny do tworzenia rezerw oraz zachęcają do podtrzymywania płynności w zagrożonych kryzysem spółkach. Niemniej jednak uważamy, że np. moratorium kredytowe może być zastosowane jedynie raz, po czym banki będą zmuszone do masowego tworzenia rezerw i dlatego podkreślamy jak

ważne jest w miarę precyzyjne oszacowanie długości kwarantanny. Dodatkowo w naszych prognozach uwzględniliśmy cięcie stóp procentowych o 50 p.b., które obniżają prognozy o kolejny 1 mld PLN. Warto również podkreślić, że sytuacja kapitałowa sektora podczas obecnego kryzysu jest niewspółmiernie lepsza (TCR równy 19%) niż np. w 2008 roku (TCR równy 11%). Do naszych prognoz aplikujemy też scenariusz negatywny, w którym zakładamy dodatkowe cięcie stóp procentowych o 50 p.b. w 2021 roku oraz koszty ryzyka wyższe o 50 p.b. w latach 2020/21. W efekcie wynik netto okazałby się niższy o 33% w 2020 i 52% w 2021 w stosunku do podstawowej prognozy. Biorąc pod uwagę nasze obecne założenia operacyjne uważamy, że sektor ma obecnie 17% potencjał wzrostu. Naszym zdecydowanym top-pick jest obecnie Bank Pekao, notowany na historycznie niskim 0,5x P/BV '21, a przy tym jeden z najbardziej odpornych banków na kryzys. Z drugiej strony podtrzymujemy rekomendację sprzedaj dla ING BSK, którego wycena rynkowa spadła o 19% R/R vs oczekiwane cięcie prognoz c. 40%.

Wycena oraz rentowność polskich banków

	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena bieżąca	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
				2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
PKO BP	kupuj	26,90	22,75	12,0	9,3	7,9	0,6	0,6	0,6	5,5	6,9	8,1
Bank Pekao	kupuj	83,51	55,32	8,2	7,6	6,0	0,6	0,6	0,5	7,3	7,5	9,0
Santander BPL	kupuj	229,52	173,90	12,8	9,9	8,0	0,7	0,6	0,6	5,3	6,5	7,5
ING BSK	sprzedaj	126,36	153,80	19,6	16,5	12,3	1,3	1,2	1,1	6,6	7,5	9,5
Bank Millennium	kupuj	4,06	3,30	20,0	10,3	10,1	0,5	0,5	0,4	2,3	4,4	4,4
Bank Handlowy	trzymaj	45,66	44,00	14,8	13,3	10,9	0,8	0,8	0,8	5,4	5,8	7,0
Alior Bank	kupuj	24,72	13,00	78,1	4,2	2,9	0,2	0,2	0,2	0,3	5,8	7,6
Średnia				14,9	10,9	8,8	0,8	0,7	0,7			

Zródło: mBank

Analiza scenariuszowa

Duża niepewność dotycząca obecnego spowolnienia gospodarczego skłoniła nas do przedstawienia dwóch scenariuszy, które różnią się od podstawowych założeń, które przyjęliśmy. W **scenariuszu pesymistycznym** zakładamy, że presja cenowa trwale wyhamuje, co skłoni RPP do dodatkowego cięcia stóp procentowych o **50 p.b.** na początku 2021 roku. Co więcej scenariusz ten bierze pod uwagę, że koszty ryzyka wzrosną w bankach o dodatkowe **50 p.b.** zarówno w 2020, jak i 2021 roku, jako odzwierciedlenie ogólnego pogorszenia aktywności ekonomicznej, w tym przypadku prognozowane koszty ryzyka na 2022 rok pozostają bez zmian. Scenariusz ten **nie zakłada zmiany** wolumenów kredytowych w porównaniu do naszych bazowych założeń.

Przedstawiamy również **scenariusz optymistyczny**, zwracamy uwagę, że nie jest on symetryczny względem scenariusza pesymistycznego. W tym scenariuszu zakładamy, że w efekcie ożywienia gospodarczego w drugiej połowie 2020 roku, RRP zdecyduje się podnieść stopy procentowe o **25 p.b.** w 2021 roku. Dodatkowo przyjmujemy niższe koszty ryzyka, również o **25 p.b.**, zarówno w portfelu detalicznym, jak i korporacyjnym w latach 2020-21, bez zmian w 2022 roku. Podobnie jak w scenariuszu pesymistycznym nie zakładamy zmiany wolumenów kredytowych.

Alior Bank (kupuj, podtrzymana, 90,1% potencjału wzrostu)

OCzekujemy, że wysoki udział kredytów dla MŚP w portfelu (66%) przyczyni się do wysokich kosztów ryzyka, które prognozujemy na poziomie 300 p.b. w 2020 r. Zwracamy jednak uwagę, że pomimo perspektywy bardzo słabego wyniku, sytuacja kapitałowa Aliora jest dobra, a sam bank ma około 3 mld kapitału nadwyżkowego w każdym roku prognozy. Dodatkowo zwracamy uwagę, że cięcie prognoz dla Aliora w 2021 r. jest najniższe w sektorze, dając mu dobry start po recesji. Dlatego uważamy, że obecna wycena walorów Aliora jest za niska.

Scenariusze: Alior Bank

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	3 727,6	3 174,6	3 365,6
Saldo rezerw	2 010,8	1 555,1	1 298,1
Zysk netto	-165,9	-244,4	93,2
wycena (PLN)	9,28		
Scenariusz bazowy			
WNDB	3 727,6	3 767,3	3 977,2
Saldo rezerw	1 773,6	1 328,3	1 298,1
Zysk netto	21,5	402,9	576,3
wycena (PLN)	24,72		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	3 727,6	4 063,7	4 283,0
Saldo rezerw	1 655,0	1 214,9	1 237,2
Zysk netto	115,2	726,6	866,0
wycena (PLN)	42,86		

Zródło: mBank

Bank Handlowy (trzymaj, obniżona, 3,7% potencjału wzrostu)

Chociaż kredyty dla MŚP stanowią zaledwie ułamek portfela Banku Handlowego to uważamy, że portfel korporacyjny może doświadczyć wysokich odpisów, ze względu na duży udział eksporterów (70%). Dlatego w 2020 r. prognozujemy CoR na poziomie 202 p.b., co powinno zostać częściowo zniwelowane dobrym wynikiem na działalności handlowej. Spodziewamy się jednak, że koszty ryzyka w tym przypadku będą zbiegać do średniego poziomu szybciej niż w innych bankach, przez co w 2021, a zwłaszcza w 2022 roku będziemy obserwować dużo niższe saldo rezerw. Uważamy, że obecna wycena prawidłowo uwzględnia trudności i ryzyka z jakimi będzie musiał się zmierzyć oraz brak dywidendy w obecnym roku, dlatego nasze zalecenie inwestycyjne to trzymaj.

Scenariusze: Bank Handlowy

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	2 294,8	1 988,5	2 060,0
Saldo rezerw	529,4	300,1	124,4
Zysk netto	314,0	242,1	406,8
wycena (PLN)	34,65		
Scenariusz bazowy			
WNDB	2 294,8	2 135,9	2 212,6
Saldo rezerw	432,0	200,6	124,4
Zysk netto	389,4	433,4	525,1
wycena (PLN)	45,66		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	2 294,8	2 209,6	2 288,9
Saldo rezerw	383,3	150,9	110,1
Zysk netto	427,2	529,1	595,3
wycena (PLN)	52,78		

Zródło: mBank

ING BSK (sprzedaj, podtrzymana, 17,8% potencjału spadku)

Podobnie jak w innych bankach spodziewamy się skokowego wzrostu kosztów ryzyka w 2020 r., w tym przypadku do 123 p.b. W 2020 roku oczekujemy spadku marży o 9 p.b. oraz skurczenia się wolumenów kredytowych o 1%, co częściowo rozmywa stary wzrostowe, którym podpierana była wycena ING. Z drugiej strony niska akcja kredytowa, przy stosunkowo wysokiej rentowności sprawiają, że od 2021 roku zwiększamy prognozowaną stopę wypłaty dywidendy do 50%. Ostatecznie podtrzymujemy nasze zalecenie sprzedaj.

Scenariusze: ING

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	5 934,2	5 655,6	5 967,3
Saldo rezerw	1 856,7	1 555,1	859,5
Zysk netto	731,0	664,4	1 368,5
wycena (PLN)	97,73		
Scenariusz bazowy			
WNDB	5 934,2	5 977,5	6 301,5
Saldo rezerw	1 479,9	1 174,0	859,5
Zysk netto	1 023,3	1 209,9	1 627,9
wycena (PLN)	126,36		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	5 934,2	6 138,5	6 468,7
Saldo rezerw	1 291,6	983,5	823,9
Zysk netto	1 169,5	1 482,7	1 785,2
wycena (PLN)	140,79		

Zródło: mBank

Bank Millennium (kupuj, podwyższona, 23,4% potencjału wzrostu)

Oprócz wyższych kosztów ryzyka z którymi będzie musiał się mierzyć bank (154 p.b.), na wycenę mocnym cieniem kładą się sprawy frankowe, które wg naszych obecnych prognoz zdejmują z wyceny około 1,80 PLN na akcję. Z drugiej strony efekt Eurobanku będzie widoczny w marży odsetkowej, przez co nie zostanie ona tak mocno dotknięta jak w innych bankach. Przy obecnej wycenie rynkowej nasze zalecenie inwestycyjne to kupuj, zwracamy jednak uwagę, że po uporaniu się z kwestią pandemii sprawy frankowe będą ponownie ciążyć na sentymencie.

Scenariusze: Millennium

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	3 869,9	3 567,7	3 732,5
Saldo rezerw	1 457,1	1 364,8	1 163,9
Zysk netto	-81,5	-130,7	161,0
wycena (PLN)	1,72		
Scenariusz bazowy			
WNDB	3 869,9	3 864,9	4 036,3
Saldo rezerw	1 098,5	1 001,7	1 163,9
Zysk netto	199,8	387,3	394,2
wycena (PLN)	4,06		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	3 869,9	4 013,4	4 188,2
Saldo rezerw	921,4	814,2	1 163,9
Zysk netto	338,8	651,0	512,8
wycena (PLN)	5,20		

Źródło: mBank

Pekao (kupuj, podtrzymana, 50,9% potencjału wzrostu)

Przez ostatnie 15 lat koszt ryzyka w Pekao nigdy nie przekroczył 75 p.b., co jest dowodem historycznej jakości. W 2020 roku prognozujemy CoR na poziomie 96 p.b., co jest wynikiem zdecydowanie poniżej rynkowej średniej na poziomie 155 p.b.. Zwracamy uwagę, że zarówno portfel korporacyjny (mały udział SME) oraz detaliczny (wzrost głównie na hipotekach) powinny zachowywać się względnie dobrze. Uważamy, że Pekao przejdzie przez obecny kryzys najlepiej ze wszystkich banków, dlatego zdecydowanie podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Scenariusze: Pekao

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	8 543,9	7 917,1	8 383,3
Saldo rezerw	1 825,9	1 562,5	836,1
Zysk netto	1 461,7	1 146,1	1 927,9
wycena (PLN)	79,85		
Scenariusz bazowy			
WNDB	8 543,9	8 507,2	9 008,7
Saldo rezerw	1 422,9	1 160,2	836,1
Zysk netto	1 772,0	1 910,4	2 409,4
wycena (PLN)	83,51		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	8 543,9	8 802,3	9 321,4
Saldo rezerw	1 221,4	959,0	798,1
Zysk netto	1 927,2	2 292,5	2 679,4
wycena (PLN)	86,70		

Źródło: mBank

PKO BP (kupuj, podtrzymana, 18,2% potencjału wzrostu)

Wysoka wrażliwość na cięcie stóp procentowych (40%) oraz prognozowane przez nas koszty ryzyka na poziomie 161 p.b., będą znacznym obciążeniem dla wyników banku w 2020 roku. Dodatkowo zalecenia KNF odnośnie dywidendy ostatecznie rozwiąły wątpliwości co do dzielenia się zyskiem w tym roku. Z drugiej strony, świetna sytuacja kapitałowa pozwala odważnie myśleć o dywidendach w przyszłości. Co więcej uważamy, że obecna wycena w stosunku do wartości księgowej (0,7x P/BV) jest zbyt niska, dlatego podtrzymujemy nasze zalecenie inwestycyjne kupuj.

Scenariusze: PKO BP

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	14 820,4	14 146,7	14 956,7
Saldo rezerw	4 976,8	4 002,3	2 784,7
Zysk netto	1 536,0	1 614,5	2 958,6
wycena (PLN)	21,02		
Scenariusz bazowy			
WNDB	14 820,4	14 943,1	15 773,9
Saldo rezerw	3 914,7	2 957,8	2 784,7
Zysk netto	2 364,3	3 050,4	3 604,2
wycena (PLN)	26,90		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	14 820,4	15 341,3	16 182,4
Saldo rezerw	3 406,4	2 435,5	2 466,7
Zysk netto	2 760,9	3 768,3	4 178,1
wycena (PLN)	32,16		

Źródło: mBank

Santander (kupuj, podwyższona, 32,0% potencjału wzrostu)

Podobnie jak w przypadku PKO BP uważamy, że Santander mocno odczuje obniżkę stóp procentowych (wrażliwość około 40%) oraz będzie musiał się zmierzyć z wysokimi kosztami ryzyka (167 p.b.), które w dużej mierze łączy z portfelem Santander Consumer Banku. Dodatkowo nad bankiem cały czas ciąży widmo frankowe, które nie poprawia sentymentu. Z drugiej strony nadbudowa kapitałów oraz wciąż nie w pełni wykorzystane synergie z fuzji z DB pozwalają bardziej optymistycznie patrzeć poza horyzont 2020 roku. Dodatkowo, świetna sytuacja kapitałowa pozwala myśleć o sowitych dywidendach w przyszłości. Dlatego, biorąc pod uwagę ostatnią silną przecenę, nasze zalecenie to kupuj.

Scenariusze: Santander

(mln PLN)	2020	2021	2022
Scenariusz pesymistyczny			
WNDB	9 302,9	9 105,9	9 621,4
Saldo rezerw	2 953,6	2 643,1	2 119,3
Zysk netto	1 020,5	1 121,2	1 894,5
wycena (PLN)	192,10		
Scenariusz bazowy			
WNDB	9 302,9	9 500,6	10 037,2
Saldo rezerw	2 487,5	2 179,1	2 119,3
Zysk netto	1 388,7	1 799,6	2 223,0
wycena (PLN)	229,52		
Scenariusz optymistyczny			
WNDB	9 302,9	9 697,9	10 245,0
Saldo rezerw	2 092,4	1 785,0	2 048,5
Zysk netto	1 700,9	2 266,7	2 443,2
wycena (PLN)	249,08		

Źródło: mBank

Prognozy makroekonomiczne

(Opracowane przez zespół analiz makroekonomicznych mBanku: Dr Ernest Pytlarczyk, CFA, Dr Marcin Mazurek, Piotr Bartkiewicz, CFA oraz Maciej Zdrolik)

Nie ma historycznego precedensu do współwystępowania szoku popytowo-podażowego w obliczu pandemii oraz przymusowego zatrzymania aktywności gospodarczej. To pierwsza recesja, której centrum i początek przypada na usługi. To pierwsza recesja mająca naturę „awaryjnego hamowania” (sudden stop). Oznacza to, że weszliśmy w okres, kiedy zależności pomiędzy zmiennymi makroekonomicznymi w polskich warunkach (ale nie tylko) muszą być prognozowane w dużej mierze ekspercko. Nasz bazowy scenariusz to lekka recesja -0,3%. To optymistyczny wariant, dość zbliżony do „V”.

Porównania i wnioskowania na podstawie lat 2008/2009 są zupełnie nieadekwatne, bo kurs walutowy nie będzie w stanie spełnić podobnej roli w obliczu faktu, że popyt w zasadzie w całej gospodarce globalnej tępnął w sposób skoordynowany i jednoczesny. Gospodarka weszła jednak w ten okres bez nierównowag i z szybkim wzrostem (przedział 3-4% na podstawie szacunków za styczeń i luty). To specyficzny moment, w którym ciężar utrzymania gospodarki na powierzchni przejmuje rząd i NBP. Obie instytucje wykazują wolę walki, ale wszystko sprowadzi się do implementacji i szybkości działania. Naszym zdaniem kluczowe jest zachowanie miejsc pracy i płynności w

systemie. Przy wysokim wzroście bezrobocia restart będzie bardzo trudny i nie będzie ani V-kształtnego, ani nawet U-kształtnego odbicia.

Bez wzrostu PKB nie będzie inflacji, szczególnie bazowej. Inflacja nie będzie jednak spadać błyskawicznie, a w szczególności nie-cykliczne składniki inflacji bazowej w postaci cen administrowanych mogą w niej rezydować długo z uwagi na bardzo trudną i szybko pogarszającą się sytuację samorządów. Powrót inflacji do celu NBP w 2021 roku jest jednak pewny i inflacja bazowa spadnie do około 0,5% r/r.

W krótkim terminie dusić inflację będą ceny ropy naftowej: 2 miesiące z rzędu spadków cen paliw po 5-7% m/m mamy pewne. Ceny ropy będą utrzymywać się nisko (25-35 dolarów za baryłkę), jednak należy zdawać sobie sprawę, że każde 10 dolarów wzrostu z obecnych poziomów generuje potężny wzrost względny (a firmy będą głodne marż po okresie postu). Druga połowa roku może być już naznaczona z tego powodu wzrostami cen paliw, ale na osłode widzimy możliwość redukcji cen gazu (~10%). Ceny żywności będą utrzymywać się natomiast na wysokim poziomie, zwłaszcza, że ubytki siły roboczej mogą o sobie znać w dużej mierze przy pracach sezonowych. Można domniemywać, że w związku z wygenerowanym wśród konsumentów poczuciem zagrożenia (i panicznym gromadzeniem zapasów) ceny żywności w marcu już były bardzo wysokie. Reszta to historia sezonowości, a tej prognozować się nie da. Póki co nie widzimy ryzyka deflacji, nawet w 2021 roku. Pozrywane łańcuchy dostaw oraz specyficzna anty-globalizacja, która może wystartować w związku ze zmianą stylu życia społeczeństw (oraz firm) stawia pod poważnym znakiem zapytania kwestie trwałej nadpodaży będącej załączkiem procesów deflacyjnych w latach 2015-2016. RPP nie obniży dalej stóp procentowych w scenariuszu bazowym.

Scenariusz bazowy makro

(mln PLN)	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20
PKB	1,50	-2,10	-1,50	0,50
CPI	4,50	3,60	3,20	3,50
EUR/USD	1,09	1,12	1,15	1,17
USD/PLN	4,17	4,02	3,87	3,76
EUR/PLN	4,55	4,50	4,45	4,40
EUR/CHF	1,06	1,06	1,07	1,07
CHF/PLN	4,29	4,25	4,18	4,11

Źródło: mBank

Scenariusz bazowy, to scenariusz optymistyczny. Mamy też scenariusz mniej optymistyczny, choć wciąż nie katastroficzny (takim byłaby recesja w stylu „L”). To już zdecydowanie „U” i głębsza recesja. Scenariusz zakłada dużo większą skalę zwolnień pracowników, wzrost stopy bezrobocia oraz obniżkę stóp procentowych ze strony NBP.

Scenariusz pesymistyczny makro

(mln PLN)	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20
PKB	1,5	-4,0	-3,2	-1,0
CPI	4,5	3,8	3,0	3,1
EUR/PLN	4,55	4,80	4,80	4,70

Źródło: mBank

Prognozy wyników finansowych

Uważamy, iż oczekiwania rynku odnośnie wyników sektora bankowego są kompletnie nieaktualne ze względu na naciągający kryzys spowodowany przez wirus COVID-19. Nasze prognozy zostały obniżone o 43,6% na 2020 rok oraz o 31,5% na 2021. Zmiana prognoz wynika głównie ze wzrostu kosztu ryzyka oraz obniżki marży odsetkowej spowodowanej przez cięcie stóp procentowych o 50 p.b. Oczekujemy, że na skutek dwu/trzymiesięcznego zamknięcia z powodu pandemii koszt ryzyka w polskim sektorze bankowym wzrośnie z 79 p.b. do 155 p.b., ze szczytem w 2Q'20 i 3Q'20, zaś cięcia stóp procentowych obniżą wynik netto analizowanych przez nas banków łącznie o 1,1 mld PLN. Finalnie, obniżyliśmy nasze oczekiwania odnośnie wzrostu kredytów w 2020 roku o 10% i obecnie oczekujemy płaskiej dynamiki R/R z ponad 3% spadkiem w segmencie korporacji. Oznacza to, że na skutek kryzysu rentowność sektora liczona jako ROE spadnie z 8% do 5%. Ze względu na kwarantannę przesuwamy o rok efekt procesów sądowych związanych walutowymi kredytami hipotecznymi i w 2020 roku nie oczekujemy już żadnych związanych z nimi rezerw. Warto również podkreślić, że sytuacja kapitałowa sektora podczas obecnego kryzysu jest niewspółmiernie lepsza (TCR równy 19%) niż np. w 2008 roku (TCR równy 11%). Finalnie zgodnie z zaleceniami KNF nie uwzględniamy wypłat jakichkolwiek dywidend w 2020 roku, a zysk niepodzielony z lat ubiegłych wypłacamy w 2021 roku.

Nasze prognozy dla roku 2020 zostały najbardziej obniżone dla Alior Banku (-95%) ze względu na niską bazę, a następnie dla Millennium (-65%) ze względu na relatywnie duży portfel MŚP i kredytów konsumenckich, zaś najmniej dla Banku Handlowego (-40%) ze względu na niski udział MŚP oraz dla Banku Pekao (-29%), którego portfel podczas ostatnich kryzysów zachowywał się zdecydowanie najlepiej.

Zmiana prognoz zysku netto (mln PLN)

	2020P			2021P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
PKO	4 316	2 364	-45%	4 563	3 050	-33%
PEO	2 482	1 772	-29%	2 655	1 910	-28%
ING	1 764	1 023	-42%	1 918	1 210	-37%
SPL	2 450	1 387	-43%	2 659	1 797	-32%
MIL	574	200	-65%	472	387	-18%
BHW	650	388	-40%	683	430	-37%
ALR	446	22	-95%	471	403	-15%
Suma	12683	7 156	-44%	13422	9 188	-32%

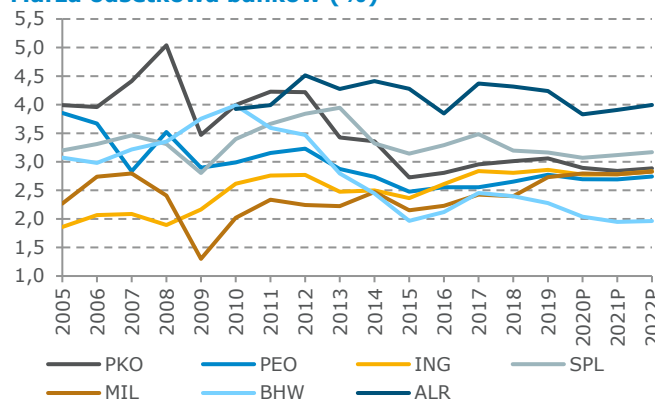
Źródło: mBank

Na koniec zaznaczamy, że nasze prognozy opierają się na założeniu, że kwarantanna potrwa 2-3 miesiące, a nie 6-12 i dlatego szacunki mogą podlegać dalszym modyfikacjom.

Cięcie stóp a marża odsetkowa

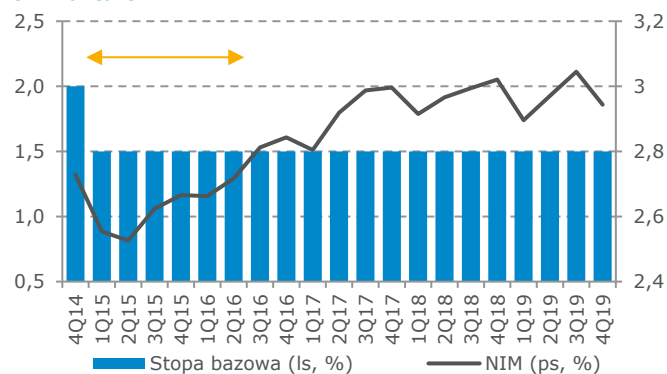
Po interwencyjnym cięciu stóp procentowych o 50 p.b. oczekujemy, że marża sektora bankowego obniży się o 13 p.b. do 2,89% (analizowane przez nas banki). Oznacza to, że pierwszy raz od 2015 roku wynik odsetkowy spadnie o 281 mln PLN R/R. Jednocześnie należy pamiętać, że porównanie marży 2019/20 jest zaburzone przez zwrot prowizji z kredytów konsumenckich, który w pełni został ujęty jedynie w 4Q'19. Największego spadku marży odsetkowej w efekcie cięcia stóp oczekujemy w PKO BP i Banku Handlowym (po 24 p.b.), a następnie w Santanderze (20 p.b.). Niemniej jednak wraz z efektem tzw. „małego TSUE” największy spadek marży odsetkowej w 2020 roku zanotuje Alior Bank (-41 p.b.), a następnie Bank Handlowy (24 p.b.). Oczekujemy, że marża odsetkowa sektora pozostanie relatywnie płaska w kolejnych dwóch latach prognozy.

Marża odsetkowa banków (%)



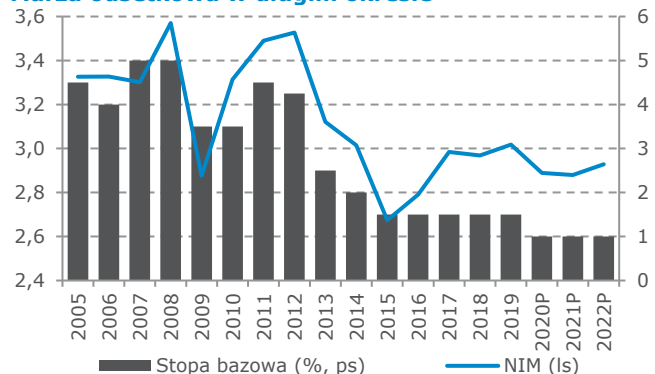
Źródło: mBank

Ostatnie 50 p.b. cięcia stóp banki „odrobiły” w 6 kwartałach



Źródło: mBank

Marża odsetkowa w długim okresie



Źródło: mBank

Kredyty i depozyty

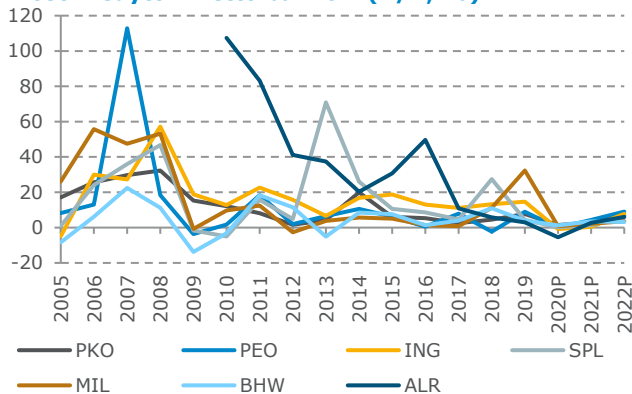
W 2020 r. oczekujemy znacznego spadku dynamiki kredytów we wszystkich segmentach ze względu na prognozowaną recesję w 2020 roku spowodowaną m.in. Covid-19. Nasze obecne prognozy zakładają dynamikę kredytów na poziomie +0,2% w 2020 roku, czyli niższą niż podczas kryzysu w 2009 roku (+10%), czy w 2012 roku (+1,7%). Oczekujemy, że po tak znaczącym szoku gospodarczym wyraźny wzrost wolumenów kredytowych na poziomie +4% pojawi się dopiero w 2022 roku, a 2021 również pozostanie płaski. Przykładem poprzednich kryzysów oczekujemy, że w 2020 r. najbardziej skurczy się akcja kredytowa do korporacji (-3%) oraz w obszarze konsumenckich kredytów (-1%), przy jednoczesnym wzroście kredytów mieszkaniowych (+5%), rosnących siłą inercji. Jednocześnie zaznaczamy, że nasza prognoza może być zbyt pesymistyczna w obszarze kredytów dla korporacji, które są głównym celem stymulusa regulacyjnego. Z jednej strony banki zobowiązały się do przedłużania finansowania korporacjom dotkniętym COVID-19, a z drugiej otrzymają jeszcze większe wsparcie BGK w ramach programu de minimis. Finalnie, w 2020 roku oczekujemy, że najbardziej spadną kredyty w Alior Banku (-5%), a następnie w ING (-1%). Na 3 letnim CAGR (2019/22) największy wzrost kredytów widzimy w PKO BP i Pekao (po +4%), a następnie w Banku Handlowym (+3%).

Prognoza kredytów i depozytów w Polsce

(mld PLN)	2020	r/r	2021	r/r	2022	r/r
Kredyty						
Detaliczne	788,0	2,8%	794,5	0,8%	836,2	5,2%
Hipoteki	486,2	5,4%	499,0	2,6%	529,4	6,1%
Pozostałe	301,8	-1,1%	295,6	-2,1%	306,8	3,8%
Korporacje	527,5	-3,4%	527,0	-0,1%	542,6	3,0%
Razem	1 315,5	0,2%	1 321,5	0,5%	1 378,8	4,3%
Depozyty						
Detalicznie	968,5	6,8%	940,3	-2,9%	936,3	-0,4%
Korporacje	501,4	-2,1%	538,6	7,4%	565,3	5,0%
Razem	1 469,9	3,6%	1 479,0	0,6%	1 501,6	1,5%

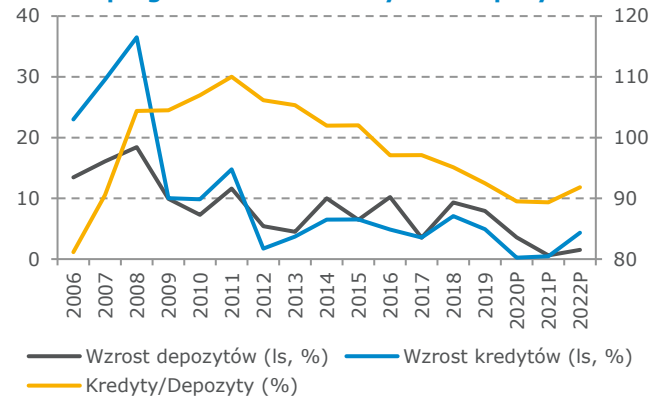
Źródło: mBank

Wzrost kredytów netto banków (R/R, %)



Źródło: mBank

Polska: prognoza wzrostu kredytów i depozytów

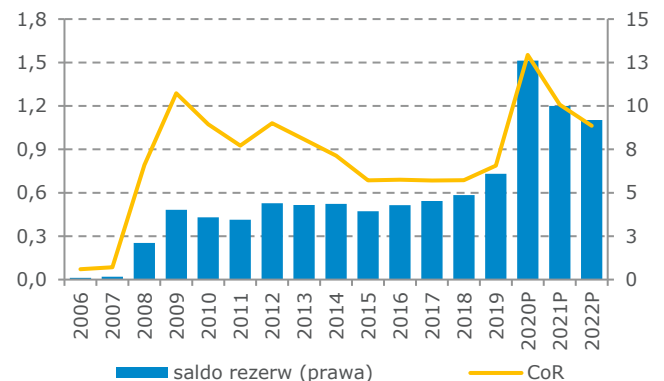


Źródło: mBank

Rekordowe koszty ryzyka w sektorze

Spodziewamy się, że pomimo szeroko zakrojonych programów pomocowych, częściowe zamrożenie aktywności ekonomicznej zarówno w Polsce, jak i w UE, doprowadzi do szybkiego pogorszenia się sytuacji kredytowej oraz fali bankructw wśród przedsiębiorstw. Uważamy, że szczególnie mocno obecną sytuację odczuwają MŚP oraz mikro firmy bez elastyczności na kapitale obrotowym. Choć ECB sugeruje żeby nie stosować nadmiernie restrykcyjnie zaszytych w IFRS 9 procyklicznych reguł, uważamy, że banki nadal w swoich prognozach dotyczących oczekiwanych strat kredytowych będą brały pod uwagę takie parametry jak np. prognozowany wzrost PKB. Obniżenie prognozowanej dynamiki PKB, powinno doprowadzić do podniesienia kosztów ryzyka w segmencie detalicznym, ceteris paribus. Te dwa efekty łącznie powinny doprowadzić do skokowego wzrostu kosztów ryzyka w sektorze, co najmniej w 2Q-3Q'20. Podsumowując na próbie analizowanych przez nas banków prognozujemy CoR na poziomie 155 p.b. w 2020 roku (wzrost o 81 p.b.), co przełoży się na saldo rezerw na poziomie 12,6 mld PLN vs 6,09 mld PLN w 2019 roku.

Koszty ryzyka (%) i saldo rezerw (mld PLN) na agregacie analizowanych banków



Źródło: mBank

Zmiana w podejściu regulatora

Kolejne organy nadzorujące sektor bankowy sugerują rozluźnienie przepisów rachunkowych, aby niektóre działania pomocowe nie działały destrukcyjnie na wyniki sektora. Tak jest w przypadku KNF, który jest gotowy zawiesić implementację rekomendacji R, co oznacza, że oferowanie wakacji kredytowych kredytobiorcom w potrzebie, nie będzie się wiązać z automatycznym zawiązaniem rezerw na daną ekspozycję. Podobne zdanie wyraziła EBA, która nawołuje do elastyczności i pragmatycznego podejścia w kontekście stosowania IFRS 9 do oferowanych moratoriów kredytowych. Jak wspomnieliśmy ECB rekomenduje, aby banki unikały procyklicznych założeń w modelach ryzyka, żeby uniknąć nadmiernego obrezerwowania względnie bezpiecznych pozycji. Naszym zdaniem, powyższe reguły pozwolą bankom na uniknięcie rezerw w przypadkach, w których obecna sytuacja doprowadziła do chwilowych problemów z płynnością, czy rentownością. Zwracamy jednak uwagę, że zastopowanie aktywności ekonomicznej w niektórych branżach będzie więcej niż przejściowe i wielu przedsiębiorców może trwale utracić zdolność do spłaty zobowiązań, dlatego naszym zdaniem wysokie koszty ryzyka są nieuniknione.

Sytuacja inna niż wszystkie

Obecna sytuacja różni się znacząco od spowolnień z jakimi mieliśmy do czynienia w ostatnich 20 latach. Niemal całkowite wygaśnięcie aktywności ekonomicznej oraz przychodów w niektórych branżach są niepodobne do przeszłych zawirowań z jakimi zmagają się sektor bankowy. W ostatnich latach największe skoki kosztów ryzyka mieliśmy w 2009 roku do 129 p.b (delta 50 p.b) oraz w 2012 roku do 108 p.b. (delta 15 p.b.). W 2009 roku na polski sektor bankowy oprócz globalnego kryzysu finansowego, nałożył się nasz lokalny kryzys związany z opcjami walutowymi, co dodatkowo zwiększyło saldo rezerw. W 2012 roku koszty ryzyka były przede wszystkim efektem trudności w sektorze budowlanym, przez co rezerwy na należności przedsiębiorstw w całym sektorze wzrosły o 170%. Obecnie trwające spowolnienie ma charakter bardziej rozporozszonego i najbardziej dotyka MŚP oraz mikro firmy. Uważamy, że z większych firm, w trudnej sytuacji znajdują ekspozycje, ze względu na globalny charakter kryzysu wywołanego przez koronawirusa. Ostatecznie zakładamy, że zagregowany CoR analizowanych przez nas banków wzrośnie do 155 p.b., a sektor zanotuje rekordowe rezerwy na poziomie 12,6 mld PLN, co więcej prognozujemy, że w 2021 roku nadal będzie odczuwalne echo obecnej sytuacji, a CoR znajdzie się na poziomie 121 p.b., co odpowiada rezerwom na poziomie 10,8 mld PLN. Przypominamy, że w obecnych warunkach nasze prognozy są obciążone dużą niepewnością, a sytuacja jest dynamiczna.

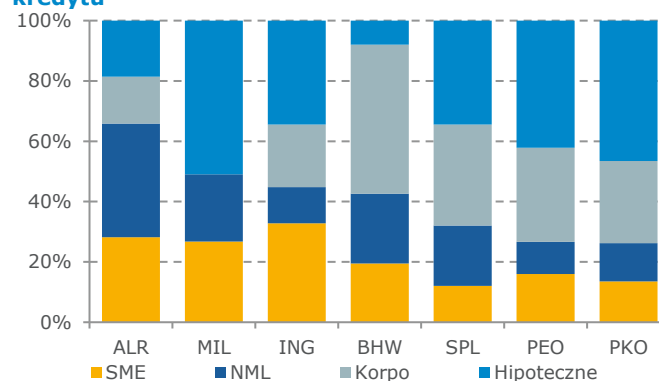
Porównanie kosztu ryzyka w czasach kryzysu

(mIn PLN)	2009	2012	2020
PKO BP	1,50	1,56	1,61
Pekao	0,63	0,63	0,96
ING BSK	1,05	0,77	1,23
Santander	1,34	1,24	1,67
Millennium	1,27	0,57	1,55
Bank Handlowy	3,81	0,37	2,02
Alior Bank	-	2,20	3,00
Razem	1,29	1,08	1,55

Zródło: mBank

Patrząc na strukturę portfela poszczególnych banków, to zdecydowanie w najmniej korzystnej sytuacji jest Alior w przypadku którego kredyty dla SME stanowią 28% portfela, zaś kredyty konsumenckie 38%. Tylko w nieco lepszej sytuacji jest Millennium, w przypadku którego kredyty dla SME to 27% portfela, a kredyty konsumenckie to 22%. Po przeciwnej stronie stoją PKO BP i Pekao w przypadku których sumaryczny udział obu kategorii nie przekracza 30%.

Struktura portfela kredytowego w podziale na rodzaj kredytu

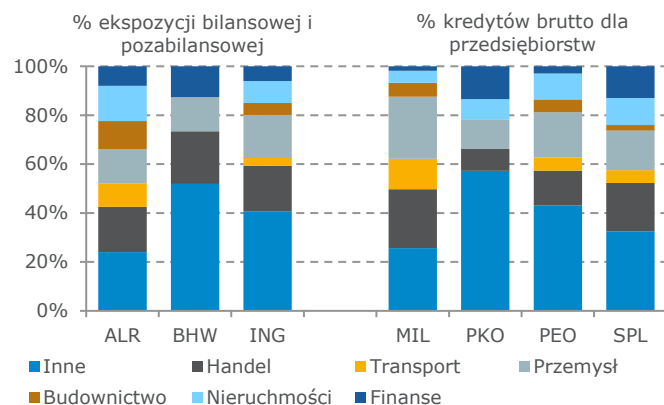


Zródło: Banki, mBank

Aktualizujemy dane o ekspozycji

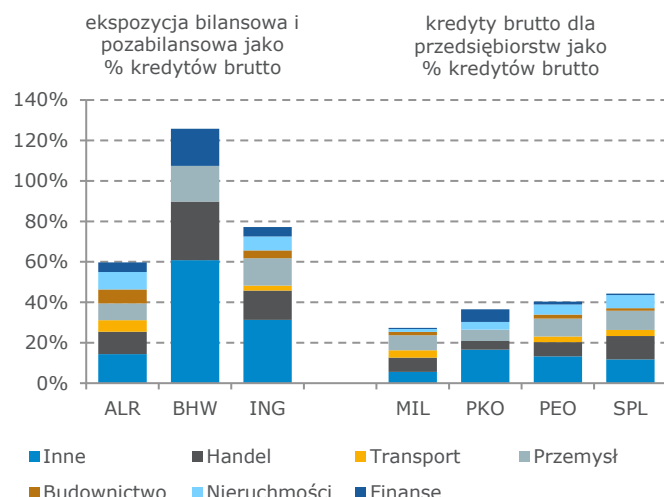
Przy okazji rocznych raportów aktualizujemy dane o ekspozycjach poszczególnych banków na poszczególne sektory gospodarki. Tak jak w zeszłym roku, część banków dzieli się na temat zaangażowania portfelowego (MIL, PKO, PEO, SPL), a część pokazuje ekspozycję bilansową i pozabilansową (ALR, BHW, ING). Banki nie przedstawiają podziału na sektory i branże w sposób jednolity, niektóre wyszczególniają 20 kategorii, a inne 6, dlatego przedstawiamy zaangażowanie w ramach 7 kategorii: handel, transport, przemysł, budownictwo, finanse oraz nieruchomości oraz pozostałe. Dwie kategorie w których wszystkie banki mają wysokie zaangażowanie to handel (11,6%-26,1%), z czego rekordzistami są tutaj **Santander (26,1%)** i **Millennium (25,8%)** oraz przemysł (10,6%-27,2%), w którym przodują **Millennium (27,2%)** oraz **Pekao (21,5%)**. Kolejna, która może zwiastować przyszłe problemy z portfelem to obsługa nieruchomości w której również banki mają średnie zaangażowanie powyżej 10% (z wyjątkiem Millennium) oraz Handlowego, który nie raportuje takiej kategorii). Jeżeli chodzi o zaangażowania poszczególnych banków to zwracamy jeszcze uwagę na transport (w tym transport przesyłowy i gospodarka magazynowa), która stanowi dużą część portfela Millennium (13,3%) oraz Alior (9,6%). Poniżej znajduje się wykres z rozbiemem ekspozycji korporacyjnych na poszczególne kategorie.

Udział poszczególnych kategorii w kredytach brutto/ekspozycji w portfelu korporacyjnym



Źródło: Banki

Udział poszczególnych kategorii w aktywach ogółem



Źródło: Banki

Ryzyko sektorowe

Uważamy, że ryzyko braku kapitału w analizowanych przez nas bankach jest niewielkie szczególnie, że nadzór makro ostrożnościowy NBP obniżył bufor ryzyka systemowego z 3% do 0. Dodatkowo żaden z analizowanych przez nas banków nie ponosi straty netto przy jednoczesnym znaczącym ograniczeniu akcji kredytowej, co dodatkowo powinno wzmocnić ich adekwatność kapitałową. Uważamy, że problematyczna może być obecna sytuacja SKOKów, Banków Spółdzielczych czy Idea Bank lub GNB.

SKOKi

Sytuacja Skoków diametralnie się poprawiła na przestrzeni ostatnich lat i już jedynie 11% nie spełnia wymogów KNF. Obecnie łączny współczynnik wypłacalności wynosi 5,85%, zaś nadwyżka kapitałowa 73,5 mln PLN. W 2019 roku SKOKi pochwały się wynikiem netto na poziomie 42 mln PLN. Szacujemy, że cięcie stóp o 50 p.b. zmniejszy wynik sektora do 9 mln PLN przy założeniu identycznych pozostałych parametrów co w 2019 roku. Niemniej jednak zakładając, że SKOKi już nie rozwiążą rezerw, ale koszt ryzyka wyniesie 100 p.b. oraz zdołają utrzymać wskaźnik C/I na poziomie 95% to strata netto wygeneruje się na poziomie 20 mln PLN. Oznacza to, że część sektora może mieć problemy

kapitałowe, a w konsekwencji ogłosić upadłość. Uważamy, że BFG nie będzie ratował SKOKów z funduszu restrukturyzacji, ale będzie wypłacał gwarancje depozytów lub KNF będzie zachęcał banki komercyjne do przejmowania upadłych kas. Jednocześnie podkreślamy, że wypracowana nadwyżka wystarczy kasom na funkcjonowanie przez około 3 lat pod warunkiem braku dalszych obniżek stóp procentowych. Łącznie na bilansie SKOKów jest obecnie 8,7 mld PLN.

Banki spółdzielcze

Zysk netto sektora banków spółdzielczych w 2019 wyniósł 639 mln PLN, zaś wskaźnik adekwatności kapitałowej CET1 16,93%. Daje to sektorowi 7,5 mld PLN buforu bezpieczeństwa w momencie spowolnienia gospodarczego. Obniżka stóp o 50 p.b. powinna „zabrać” około 250 mln PLN wyniku netto. Niemniej jednak zakładając podwojenie kosztu ryzyka do poziomu 153 p.b. powinno wyzerować wynik netto z 2019 roku. Pokazuje to limit możliwości banków i poziom od jakiego zaczną generować straty. Każda kolejna obniżka stóp procentowych lub jeszcze wyższy koszt ryzyka będzie generował problem dla sektora. Niemniej jednak uważamy, że sanki spółdzielcze nie stanowią natychmiastowego zagrożenia dla sektora szczególnie biorąc pod uwagę bufor kapitałowy.

Idea Bank i GNB

Uważamy, że ze względu na słabą pozycję kapitałową oraz ekspozycję kredytową Idea Bank może być znacząco dotknięty przez kryzys. Obecnie Idea bankowi brakuje około 490 mln PLN, aby spełnić podstawowy wymóg (CRR) kapitałowy Tier 1 oraz 723 mln PLN, aby spełnić wymóg Tier 1 stawiany przez KNF. Na wskaźniku TCR niedobór wynosi odpowiednio 590 mln PLN i 823 mln PLN. Chociaż Idea Bank w 4Q'19 po raz kolejny wygenerował zysk netto w wysokości 5 mln PLN to ewentualny wzrost salda rezerw szybko zacznie generować stratę netto. Łączny kapitał w Idea Bank wynosił na koniec 2019 roku 156 mln PLN, nie pozostawiając wielkiego pola manewru.

Sytuacja GNB jest diametralnie lepsza, chociaż bank też nie spełnia wymogów KNF. Obniżenie bufora ryzyka systemowego do 0 z 3% zmniejszył niedobór kapitału Tier 1 w GNB do 389 mln PLN (dane na koniec 3Q'19) oraz TCR do 572 mln PLN. Do wymogów CRR bank ma „bezpieczny” margines około 1 mld PLN.

Uważamy, że w świetle kryzysu gospodarczego sytuacja Idea Banku jest poważna. Duży niedobór kapitału i ewentualne straty jakie bank może ponieść mogą być przesłanką dla BFG do bardziej zdecydowanego działania. Na koniec 2019 roku Idea Bank posiadał 16,5 mld PLN depozytów, co skłania nas do wersji przymusowej restrukturyzacji, w której wystarczy bank dokapitalizować 0,5 mld PLN, aby spełniał wymogi CRR. Dodatkowe środki na fundusz restrukturyzacji były zebrane już w 2019 roku i nie powinny stanowić problemu dla BFG. Problemem jednak może być ewentualny odpływ depozytariuszy w siostrzanym GNB, przy przymusowym przejęciu Idea Bank przez BFG, gdzie depozytów na koniec 3Q'19 było 45,3 mld PLN.

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

PKO BP: kupuj (podtrzymana)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Długa droga do ozdrowienia

Oczekujemy, że PKO BP zostanie dotkliwie dotknięte przez kryzys a nasze prognozy zostały obniżone o 45%-33% na lata 2020-21. Z jednej strony prognozujemy, że obniżki stóp procentowych zmniejszą marżę odsetkową banku aż o 17 p.b. R/R, zaś z drugiej oczekujemy wzrostu kosztu ryzyka z 55 p.b. w 2019 r. do 161 p.b. w 2020 r. Chociaż podobne poziomy były notowane zarówno w kryzysie w 2008 i 2012 roku, to uważamy, że prognoza ryzyka jest konserwatywna ponieważ PKO wkracza w obecny kryzys z nieporównywalnie lepszym portfelem (delta Cor 2012/11 równa 17 p.b. wobec 106 p.b. 2019/20). PKO może przyjąć nawet dwa razy wyższe odpisy niż obecnie zakładamy do wyzerowania zysku brutto. Dodatkowo oczekujemy, że koszt ryzyka na podwyższonym poziomie utrzyma się również w 2021 roku, ponieważ PKO w odróżnieniu do sektora utrzyma skromny wzrost portfela kredytowego. Finalnie uważamy, że znaczący spadek rentowności do 5%, plus dłuższa droga do ozdrowienia zasługują na dyskonto do wartości księgowej oraz do Pekao. Wyceniamy bank na 0,8x P/BV, co aktualnie implikuje rekomendację kupuj.

Mocne cięcie prognoz

Tniemy nasze prognozy o 45%-33% na lata 2020/21. PKO BP jest jednym z najbardziej wrażliwych banków na cięcia stóp procentowych. Oczekujemy, że cięcie o 50 p.b. stopy bazowej przełoży się na spadek marży kwartalnej o c.20 p.b. i rocznej o 17 p.b. Jednocześnie oczekujemy wzrostu kosztu ryzyka do 161 p.b. ze szczytowym punktem w 2Q'20 na poziomie 230 p.b. Oczekujemy, że ROE spadnie w 2020 do 5,6% w 2020 i do 7,2% w 2021 roku. Finalnie obniżamy nasze oczekiwania odnośnie wypłaty dywidendy do 0 na 2020 rok oraz oczekujemy wypłaty niepodzielonego zysku w 2021 r., na co pozwolą wysmienite wskaźniki wypłacalności (Tier1 >17%).

Wycena najniższa od lat

Wyceniamy PKO BP na 0,8x P/BV na 2021 rok wobec rynku, który wycenia bank na 0,6x. Podczas kryzysu w 2008, jak i w 2012 roku bank wyceniany był w przedziale 1,4x-1,6x P/BV. Uważamy, że obecne dyskonto jest zbyt wysokie. Bank ma obecnie nieporównywalnie więcej kapitału nadwyżkowego i nawet w czarnym scenariuszu jest daleki od problemów płynnościowych. Dodatkowo PKO BP może nadal podtrzymać strumień dywidend.

Scenariusz negatywny

W przypadku realizacji negatywnego scenariusza PKO osiągnie wynik na poziomie 1 536 mln PLN, 1 614 mln PLN oraz 2 959 mln PLN odpowiednio w 2020, 2021 i 2022 roku. Dodatkowa obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o około 5% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, wyniesie 4 977 mln PLN w 2020 r. (+27% w stosunku do scenariusza bazowego), i 4 002 mln PLN w 2021 roku (+35%). Materializacja założeń przyjętych w scenariuszu zepchnęłaby naszą wycenę do 21,02 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353,0	10 279,0	10 118,2	10 136,4	10 740,3
Wynik pozaodsetkowy	4 307,0	4 759,0	4 702,3	4 806,7	5 033,6
Koszty ogółem	6 218,0	6 967,0	6 557,5	6 725,0	7 024,6
Zysk operacyjny*	7 442,0	8 071,0	8 262,9	8 218,0	8 749,3
Zysk netto	3 741,0	4 031,0	2 364,3	3 050,4	3 604,2
Koszty/przychody (%)	45,5	46,3	44,2	45,0	44,5
ROE (%)	9,9	10,0	5,5	6,9	8,1
P/E (x)	7,6	7,1	12,0	9,3	7,9
P/BV (x)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS	0,55	1,33	0,00	2,28	2,66
Stopa dywidendy (%)	2,4	5,8	0,0	10,0	11,7

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	22,75 PLN
Cena docelowa	26,90 PLN
Kapitalizacja	28,4 mld PLN
Free float	20,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	185,7 mln PLN

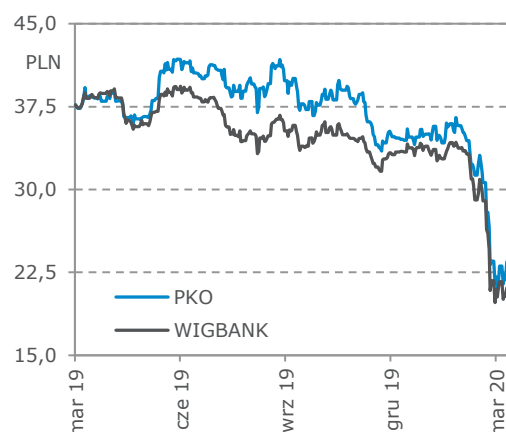
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,43%
NN OFE	7,56%
Aviva OFE	7,04%
Pozostali	55,97%

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	26,90	39,69	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO BP	22,75	26,90	+18,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	WNDB	-5,9%	-9,5%
Zysk brutto	-37,1%	-28,2%	-
Zysk netto	-45,2%	-33,2%	-

Analizy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mIn PLN)	%
Etap I (2020-22)	5 025,2	11,5
Korekta o wartość pieniądza w czasie	627,7	1,4
Etap II (2023-37)	31 412,4	72,2
Etap III (2038-57)	4 781,5	11,0
Wartość rezydualna	1 677,0	3,9
Wartość godziwa kapitałów własnych	43 523,8	100,0
Liczba akcji (mln)	1 250,0	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	34,8	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	37,0	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mIn PLN)	%
Początkowe TNAV	45 901,9	99,5
Etap I (2020-22)	-101,0	-0,2
Korekta o wartość pieniądza w czasie	3 252,5	7,0
Etap II (2023-37)	-1 377,9	-3,0
Etap III (2038-57)	-1 526,9	-3,3
Wartość godziwa kapitałów własnych	46 148,6	100,0
Liczba akcji (mln)	1 250,0	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	36,9	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	39,3	

Główne wskaźniki finansowe

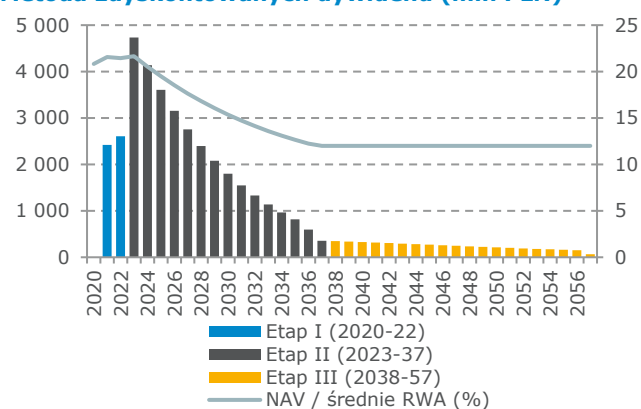
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	4,6	4,4	4,5	3,6
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,1	2,1	2,1	1,8
Koszty / średnie RWA	-3,0	-2,9	-3,0	-2,7
Koszty / dochody	44,2	45,0	44,5	50,4
Saldo rezerw / średnie RWA	-1,8	-1,3	-1,2	-1,2
Efektywna stopa podatkowa	-22,2	-22,1	-21,1	-19,0
Pozostałe / RWA	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3
Wynik netto / średnie RWA	1,6	1,8	2,0	1,2
Aktywa netto / średnie RWA	20,8	21,6	21,4	15,9
Zwrot z aktywów netto	7,5	8,4	9,4	7,5
Wzrost zysku netto	-32,4	20,9	14,8	-6,2
Średnie RWA (mld PLN)	220	229	236	266
Wzrost średnich RWA	6,4	3,8	3,2	1,3

*średnia dla lat 2023-37P

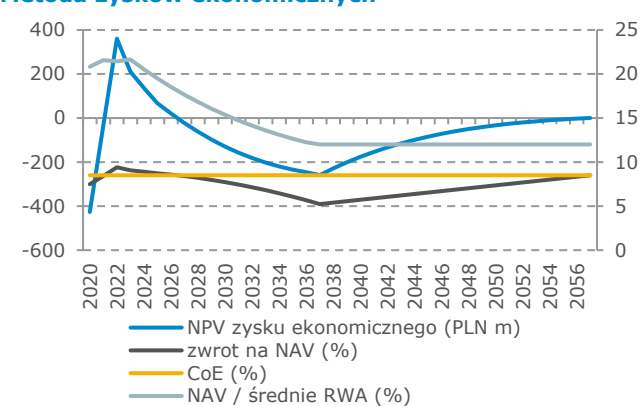
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	34,82
Metoda zysków ekonomicznych	36,92
Średnia wartość godziwa	35,87
Podatek bankowy	-10,59
9M cena docelowa	26,90

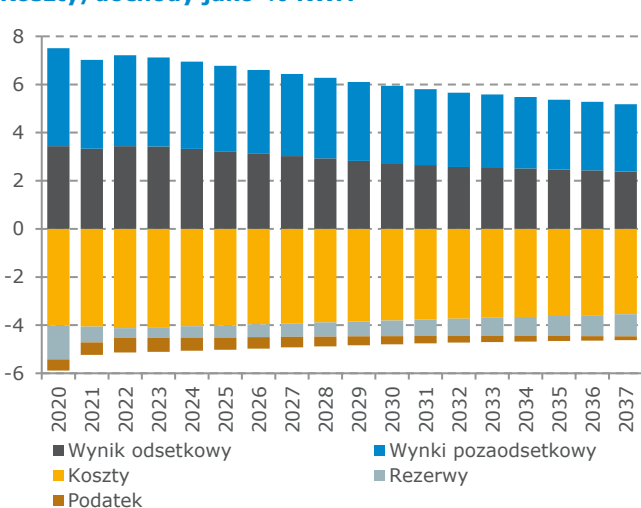
Metoda zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	7 754,8	8 606,0	9 353,0	10 279,0	10 118,2	10 136,4	10 740,3
Wynik prowizyjny	2 693,4	2 969,0	3 013,0	3 047,0	2 903,3	2 979,3	3 173,1
Wynik handlowy	1 024,0	518,0	664,0	807,0	848,7	829,6	802,9
Pozostałe przychody	648,5	733,0	630,0	905,0	950,3	997,8	1 057,6
Przychody pozaodsetkowe	4 365,9	4 220,0	4 307,0	4 759,0	4 702,3	4 806,7	5 033,6
Wynik na działalności bankowej	12 120,7	12 826,0	13 660,0	15 038,0	14 820,4	14 943,1	15 773,9
Koszty ogółem	5 920,4	6 050,0	6 218,0	6 967,0	6 557,5	6 725,0	7 024,6
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	6 200,3	6 776,0	7 442,0	8 071,0	8 262,9	8 218,0	8 749,3
Saldo rezerw	1 622,7	1 617,0	1 451,0	1 261,0	3 914,7	2 957,8	2 784,7
Udział w zyskach jednostek zależnych	34,5	22,0	37,0	31,0	32,6	34,2	36,2
Zysk brutto	4 612,1	5 181,0	6 028,0	6 841,0	4 380,7	5 294,5	6 000,8
Podatek dochodowy	-907,1	-1 140,0	-1 336,0	-1 787,0	-963,8	-1 164,8	-1 260,2
Zyski udziałowców mniejszościowych	-2,1	-5,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Zysk netto przed podatkiem bankowym	3 702,9	4 036,0	4 691,0	5 053,0	3 415,9	4 128,6	4 739,6
Podatek bankowy	828,9	932,0	950,0	1 022,0	1 051,6	1 078,2	1 135,4
Zysk netto	2 874,0	3 104,0	3 741,0	4 031,0	2 364,3	3 050,4	3 604,2

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	13 325	17 810	22 925	14 677	16 014	16 807	17 809
Należności od sektora finansowego	5 345	5 233	7 661	4 092	5 932	5 932	6 110
Kredyty i pożyczki	200 607	205 628	214 911	231 434	234 787	241 648	258 154
Dłużne papiery wartościowe	51 790	54 468	64 458	80 949	77 711	81 597	83 229
Aktywa trwałe oraz WNiP	6 768	6 343	6 229	7 761	7 270	6 747	6 088
Inne aktywa	7 738	7 430	8 071	9 131	9 588	10 067	10 570
Aktywa ogółem	285 573	296 912	324 255	348 044	351 302	362 798	381 961
Zobowiązania wobec sektora finansowego	19 213	4 564	2 008	2 885	310	1 420	4 515
Depozyty	205 066	220 917	242 816	258 199	264 211	270 718	284 128
Wyemitowane papiery wartościowe	14 493	23 932	28 627	31 148	28 033	31 117	32 050
Otrzymane pożyczki podporządkowane	2 539	1 720	2 731	2 730	2 845	2 960	3 075
Inne zobowiązania	11 693	9 523	8 972	11 504	11 961	12 440	12 943
Kapitały własne	32 585	36 267	39 111	41 587	43 951	44 153	45 258
Zyski udziałowców mniejszościowych	-16	-11	-10	-9	-9	-10	-10
Pasywa ogółem	285 573	296 912	324 255	348 044	351 302	362 798	381 961

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	5,4	2,5	4,5	7,7	1,4	2,9	6,8
Depozyty	4,8	7,7	9,9	6,3	2,3	2,5	5,0
Kapitały własne	7,6	11,3	7,8	6,3	5,7	0,5	2,5
Aktywa	7,0	4,0	9,2	7,3	0,9	3,3	5,3
Zysk netto	10,1	8,0	20,5	7,8	-41,3	29,0	18,2
Wynik odsetkowy	10,3	11,0	8,7	9,9	-1,6	0,2	6,0
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	97,8	93,1	88,5	89,6	88,9	89,3	90,9
Depozyty / aktywa	71,8	74,4	74,9	74,2	75,2	74,6	74,4
Kredyty / aktywa	70,2	69,3	66,3	66,5	66,8	66,6	67,6
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	11,4	12,2	12,1	11,9	12,5	12,2	11,8
Współczynnik wypłacalności	15,8	17,4	18,9	18,4	19,2	18,7	18,1
Współczynnik Tier 1	14,5	16,5	17,5	17,2	18,0	17,5	17,0
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	5,9	5,5	4,9	4,1	7,0	7,0	6,5
Rezerwy / kredyty brutto	3,8	3,7	3,7	3,0	5,0	5,0	4,8
Rezerwy / NPL	65,0	66,6	75,0	73,8	71,4	71,4	73,8
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,8	0,8	0,7	0,5	1,6	1,2	1,1
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,0
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	2,8	3,0	3,0	3,1	2,9	2,8	2,9
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	1,6	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4
Koszty / średnie aktywa	2,1	2,1	2,0	2,1	1,9	1,9	1,9
Koszty / przychody	48,8	47,2	45,5	46,3	44,2	45,0	44,5
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,6	0,6	0,5	0,4	1,1	0,8	0,7
Zysk brutto / średnie aktywa	1,7	1,8	1,9	2,0	1,3	1,5	1,6
Efektywna stopa podatkowa	19,7	22,0	22,2	26,1	22,0	22,0	21,0
ROA	1,0	1,1	1,2	1,2	0,7	0,9	1,0
ROE	9,1	9,0	9,9	10,0	5,5	6,9	8,1
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0
Średnia liczba akcji (mln)	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0
EPS (PLN)	2,3	2,5	3,0	3,2	1,9	2,4	2,9
BVPS (PLN)	26,1	29,0	31,3	33,3	35,2	35,3	36,2
P/E (x)	9,9	9,2	7,6	7,1	12,0	9,3	7,9
P/BV (x)	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,55	1,33	0,00	2,28	2,66
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	2,4	5,8	0,0	10,0	11,7

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | Banki, Polska

Kryzysowa narzeczona

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Banku Pekao jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 83,51 PLN na akcję. Inwestycja w walory Banku Pekao powinna być jedną z bezpieczniejszych na czas kryzysu. Jakość portfela kredytowego banku Pekao jest jedną z najlepszych na rynku, a przez ostatnie 15 lat koszt ryzyka nie przekroczył poziomu 75 p.b. w całym roku. Zwracamy uwagę, że ofensywa kredytowa była skierowana głównie w kierunku kredytów hipotecznych (przez ostatnie 6-lat ich udział w portfelu wzrósł o 6 p.p.), które są uważane jako jedne z najbezpieczniejszych na rynku. Dodatkowo, udział najbardziej ryzykownych kredytów SME oraz NML w całym portfelu jest jednym z najniższych w całym sektorze. Pomimo tego, asekuracyjnie zakładamy, że koszt ryzyka w 2020 roku wystrzeli do 96 p.b. ze szczytowym punktem w 2Q'20 – 130 p.b. Bank Pekao jest również jednym z najmniej wrażliwych na obniżki stóp procentowych. Szacujemy, że spadek stopy bazowej o 50 p.b. przełoży się na 15 p.b. spadku NIM. W efekcie kryzysu nasze prognozy dla banku zostały obniżone „zaledwie” o 29%-28% na lata 2020/21. Podsumowując, niska wrażliwość portfela na spowolnienie, jak i marży na spadki stóp procentowych plasują Pekao wśród faworytów, szczególnie biorąc pod uwagę 38% przecenę od końca lutego.

Krygujemy prognozy o 29%-28%

Na skutek kryzysu korygujemy nasze prognozy o 29%-28% na lata 2020/21. Oczekujemy, że kredyty netto banku Pekao pozostaną płaskie w 2020 r. przy wzroście depozytów o 3%. Jednocześnie oczekujemy, że marża odsetkowa spadnie o 8 p.b. R/R do poziomu 2,69% (do średnich aktywów), CoR do 96 p.b. (130 p.b. w korpo), wskaźnik C/I spadnie do 47%, zaś ROE spadnie z 9,4% w 2019 do 7,3% w 2020.

Bardziej odporny portfel kredytowy

Bank zapowiedział, że w ramach mitygacji skutków gospodarczych zmniejszy apetyt na ryzyko. Historycznie portfel Pekao zachowywał się zdecydowanie lepiej od rynku, a CoR zarówno w 2009 i 2012 roku wyniósł 63 p.b. Uważamy, że ostatnia akceleracja akcji kredytowej nie powinna popsuć niskiej wrażliwości banku ponieważ odbyła się głównie po stronie kredytów hipotecznych. Finalnie szacujemy, że udział najbardziej ryzykownych kredytów MŚP w portfelu banku jest relatywnie niski i wynosi 16% wobec średniej c.27%.

Scenariusz negatywny

W przypadku realizacji negatywnego scenariusza Pekao osiągnie wynik na poziomie 1 462 mln PLN, 1 146 mln PLN oraz 1 927 mln PLN odpowiednio w 2020, 2021 i 2022 roku. Dodatkowa obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o niecałe 7% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, wyniesie 1 826 mln PLN w 2020 (+28% w stosunku do scenariusza bazowego), i 1 563 mln PLN w 2021 roku (+34%). Materializacja założeń przyjętych w scenariuszu zepchnęłaby naszą wycenę do 79,85 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 994,0	5 468,0	5 473,9	5 579,9	6 020,5
Wynik pozaodsetkowy	2 836,2	2 813,7	2 963,1	2 818,3	2 877,0
Koszty ogółem	3 709,8	3 991,8	3 926,9	3 953,2	4 077,2
Zysk operacyjny*	4 120,4	4 289,9	4 510,1	4 445,0	4 820,3
Zysk netto	2 287,2	2 165,0	1 772,0	1 910,4	2 409,4
Koszty/przychody (%)	48,3	48,8	47,2	47,8	46,5
ROE (%)	9,9	9,4	7,3	7,5	9,0
P/E (x)	6,3	6,7	8,2	7,6	6,0
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
DPS	7,90	6,60	0,00	5,06	5,46
Stopa dywidendy (%)	14,3	11,9	0,0	9,2	9,9

*przed kosztami rezerw

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Cena bieżąca	55,32 PLN
Cena docelowa	83,51 PLN
Kapitalizacja	14,5 mld PLN
Free float	9,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	132,2 mln PLN

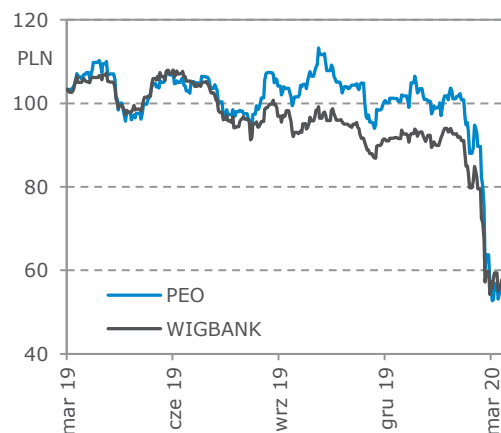
Struktura akcjonariatu

PZU	20,00%
PFR	12,80%
Pozostali	67,20%

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	83,51	115,20	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Pekao	55,32	83,51	+50,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	WNDB	-3,2%	-8,5%
Zysk brutto	-23,1%	-23,7%	-
Zysk netto	-28,6%	-28,0%	-

Analitycy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mIn PLN)	%
Etap I (2020-22)	2 250,7	7,8
Korekta o wartość pieniądza w czasie	1 607,2	5,6
Etap II (2023-37)	18 949,3	65,8
Etap III (2038-57)	4 348,9	15,1
Wartość rezydualna	1 634,7	5,7
Wartość godziwa kapitałów własnych	28 790,8	100,0
Liczba akcji (mln)	262,3	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	109,7	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	116,7	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mIn PLN)	%
Początkowe TNAV	26 264,1	94,8
Etap I (2020-22)	889,4	3,2
Korekta o wartość pieniądza w czasie	509,0	1,8
Etap II (2023-37)	93,3	0,3
Etap III (2038-57)	-63,2	-0,2
Wartość godziwa kapitałów własnych	27 692,6	100,0
Liczba akcji (mln)	262,5	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	105,5	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	112,2	

Główne wskaźniki finansowe

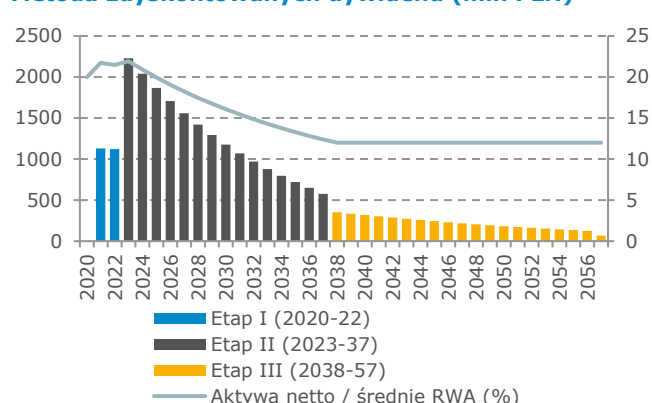
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	4,2	4,2	4,3	3,5
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,3	2,2	2,1	1,6
Koszty / średnie RWA	-3,1	-3,1	-3,0	-2,7
Koszty / dochody	47,2	47,8	46,5	52,4
Saldo rezerw / średnie RWA	-1,1	-0,9	-0,6	-0,6
Efektywna stopa podatkowa	-23,0	-23,0	-23,0	-23,0
Pozostałe / RWA	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4
Wynik netto / średnie RWA	1,9	2,0	2,3	1,4
Aktywa netto / średnie RWA	20,0	21,7	21,5	16,5
Zwrot z aktywów netto	9,5	9,2	10,6	8,5
Wzrost zysku netto	-13,8	6,4	21,3	-2,1
Średnie RWA (mld PLN)	131,5	132,2	140,1	180,3
Wzrost średnich RWA	1,9	0,6	5,9	2,9

*średnia dla lat 2023-37P

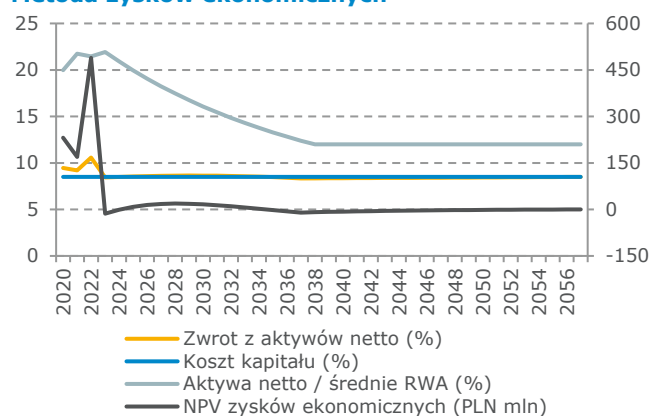
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	109,75
Metoda zysków ekonomicznych	105,51
Średnia wartość godziwa	107,63
Podatek bankowy	-29,13
9M cena docelowa	83,51

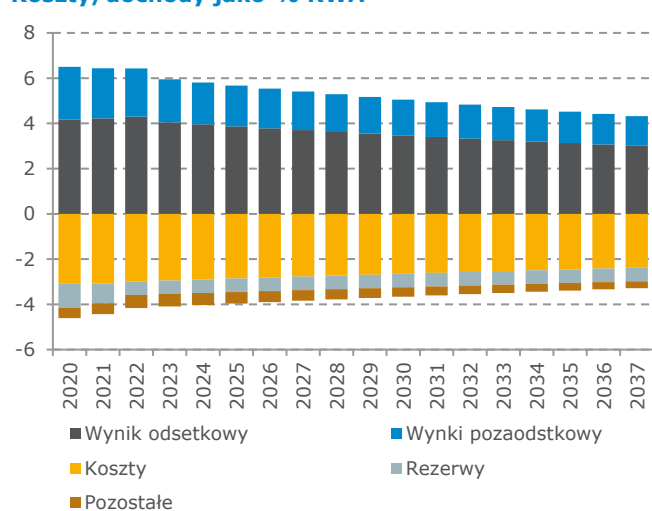
Metoda zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	4 382,0	4 593,5	4 994,0	5 468,0	5 473,9	5 579,9	6 020,5
Wynik prowizyjny	2 390,0	2 353,0	2 462,6	2 533,7	2 408,1	2 458,4	2 526,8
Wynik handlowy	508,4	254,5	237,0	236,5	484,0	292,7	276,4
Pozostałe przychody	21,4	77,0	136,7	43,5	71,1	67,2	73,8
Przychody pozaodsetkowe	2 919,8	2 684,6	2 836,2	2 813,7	2 963,1	2 818,3	2 877,0
Wynik na działalności bankowej	7 301,8	7 278,1	7 830,2	8 281,7	8 437,0	8 398,2	8 897,5
Koszty ogółem	3 493,7	3 534,9	3 709,8	3 991,8	3 926,9	3 953,2	4 077,2
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	3 808,1	3 743,2	4 120,4	4 289,9	4 510,1	4 445,0	4 820,3
Saldo rezerw	500,6	521,4	511,0	696,0	1 422,9	1 160,2	836,1
Udział w zyskach jednostek zależnych	38,6	453,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	3 346,1	3 675,3	3 609,3	3 593,9	3 087,2	3 284,9	3 984,2
Podatek dochodowy	616,8	677,3	759,5	835,9	710,1	755,5	916,4
Zyski udziałowców mniejszościowych	-0,5	-0,6	-0,7	-1,6	-1,7	-1,8	-2,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	2 728,8	2 997,4	2 849,2	2 756,5	2 375,5	2 527,5	3 065,8
Podatek bankowy	449,5	522,3	562,0	591,4	603,4	617,1	656,4
Zysk netto	2 279,3	2 475,1	2 287,2	2 165,0	1 772,0	1 910,4	2 409,4

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 873	5 236	13 027	5 163	6 830	6 988	7 158
Należności od sektora finansowego	3 258	2 627	2 268	1 791	1 828	1 890	1 962
Kredyty i pożyczki	122 664	132 301	129 297	140 913	140 618	146 705	160 016
Dłużne papiery wartościowe	35 853	38 636	39 350	47 175	45 288	47 552	49 930
Aktywa trwałe oraz WNiP	2 019	2 951	2 947	3 538	3 391	3 231	3 057
Inne aktywa	4 548	3 714	4 202	4 743	4 980	5 229	5 490
Aktywa ogółem	174 215	185 466	191 090	203 323	202 935	211 596	227 614
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 830	4 987	5 621	6 544	1	2 626	5 867
Depozyty	137 816	146 186	149 491	157 990	162 843	167 743	178 501
Wyemitowane papiery wartościowe	2 196	3 241	5 333	6 493	5 843	6 194	6 566
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	1 257	2 012	2 764	2 626	2 495	2 370
Inne zobowiązania	6 461	6 526	5 824	6 134	6 371	6 620	6 882
Kapitały własne	22 897	23 268	22 797	23 386	25 237	25 903	27 411
Zyski udziałowców mniejszościowych	15	0	11	12	13	15	17
Pasywa ogółem	174 215	185 466	191 090	203 323	202 935	211 596	227 614

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	0,5	7,9	-2,3	9,0	-0,2	4,3	9,1
Depozyty	6,9	6,1	2,3	5,7	3,1	3,0	6,4
Kapitały własne	-2,2	1,6	-2,0	2,6	7,9	2,6	5,8
Aktywa	3,2	6,5	3,0	6,4	-0,2	4,3	7,6
Zysk netto	-0,6	8,6	-7,6	-5,3	-18,2	7,8	26,1
Wynik odsetkowy	5,2	4,8	8,7	9,5	0,1	1,9	7,9
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	89,0	90,5	86,5	89,2	86,4	87,5	89,6
Depozyty / aktywa	79,1	78,8	78,2	77,7	80,2	79,3	78,4
Kredyty / aktywa	70,4	71,3	67,7	69,3	69,3	69,3	70,3
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	13,2	12,5	11,9	11,5	12,4	12,2	12,1
Współczynnik wypłacalności	17,6	16,1	15,8	15,4	17,8	18,0	17,7
Współczynnik Tier 1	17,6	17,1	17,4	16,9	19,4	19,4	19,1
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	6,0	5,4	5,4	5,2	8,0	8,0	7,0
Rezerwy / kredyty brutto	4,5	4,0	4,3	4,1	6,0	6,0	5,0
Rezerwy / NPL	74,5	74,7	79,0	79,3	75,0	75,0	71,4
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,4	0,4	0,4	0,5	1,0	0,8	0,5
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	2,7	2,7	2,8	2,89	2,81	2,81	2,85
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	2,6	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
Koszty / średnie aktywa	2,1	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9
Koszty / przychody	48,4	49,8	48,3	48,8	47,2	47,8	46,5
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,3	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,4
Zysk brutto / średnie aktywa	2,0	2,0	1,9	1,8	1,5	1,6	1,8
Efektywna stopa podatkowa	18,4	18,4	21,0	23,3	23,0	23,0	23,0
ROA	1,3	1,4	1,2	1,1	0,9	0,9	1,1
ROE	9,8	10,7	9,9	9,4	7,3	7,5	9,0
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5
Średnia liczba akcji (mln)	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5	262,5
EPS (PLN)	8,7	9,4	8,7	8,2	6,8	7,3	9,2
BVPS (PLN)	87,2	88,6	86,9	89,1	96,2	98,7	104,4
P/E (x)	6,4	5,9	6,3	6,7	8,2	7,6	6,0
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
DPS (PLN)	8,70	8,68	7,90	6,60	0,00	5,06	5,46
Stopa dywidendy (%)	15,7	15,7	14,3	11,9	0,0	9,2	9,9

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: kupuj (podwyższona)

SPL PW; SPL1.WA | Banki, Polska

Wycena rynkowa zbyt ostrożna

Obniżamy nasze prognozy dla Santander Bank Polska o 43% na 2020 rok oraz o 32% na 2021 rok. Za spadek prognoz odpowiedzialny jest koszt ryzyka, który prognozujemy na poziomie 167 p.b. (x2 R/R) oraz duża wrażliwość banku na obniżki stóp procentowych (c.40%). Uważamy, że za znaczącą podwyżką kosztu ryzyka w roku obecnym przemawia już dość wysoki koszt ryzyka w czasach wysokiego wzrostu gospodarczego (około 80 p.b.). Ponadto, w odróżnieniu od poprzednich kryzysów, Santander obecnie konsoliduje Santander Consumer Bank, który naszym zdaniem jest znacząco narażony na spowolnienie gospodarcze. Z drugiej strony Santander Bank Polska nadal posiada niewykorzystane synergie kosztowe z fuzji z DB, które w 2020 roku szacujemy na około 50 mln PLN. Znaczący spadek akcji kredytowej w 2020 roku powinien z kolei przełożyć się na zbudowanie kapitału nadwyżkowego, który zaprezentuje w dywidendach w kolejnych latach. Finalnie przesuujemy nasz scenariusz frankowy o rok (kolejne rezerwy dopiero w 2021 roku), ponieważ w chwili obecnej procesy sądowe są wstrzymane. Wyceniając bank na poziomie 0,9x P/BV widzimy obecnie 32% potencjał wzrostu.

Tniemy prognozy o 43%-32%-26%

Nasze prognozy zostały obniżone o 43% na 2020 rok, 32% na 2021 r. oraz o 26% na 2022 r. Wysoka wrażliwość banku na cięcia stóp procentowych (c.40%) powinna przełożyć się na spadek marży odsetkowej w 2020 roku o 9 p.b. Jednocześnie zakładamy, że CoR podwoi się w 2020 roku do 167 p.b., a następnie spadnie do 136 p.b. w 2022 roku. Finalnie oczekujemy spadku akcji kredytowej praktycznie do 0 w 2020 roku oraz jej odbudowania do +6% w 2022 roku.

Franki odłożone w czasie

Oczekujemy, że procesy sądowe kredytobiorców CHF ulegną opóźnieniu o około rok ze względu na pandemię COVID-19. Chociaż sądy deklarują nieprzerwaną pracę to uważamy, że utrudnienia dotkną również i tych instytucji. Ponadto uważamy, że pandemia spowoduje spadek zakładanych nowych pozwów. W takich warunkach oczekujemy, że audytorzy nie będą wymagali od banków zwiększenia rezerw na sprawy frankowe w 2020 roku. Niemniej jednak już od 2021 oczekujemy tworzenia kolejnych rezerw, które w całości szacujemy na 4,6 mld PLN dla SPL.

Scenariusz negatywny

W przypadku realizacji negatywnego scenariusza Santander osiągnie wynik na poziomie 1 021 mln PLN, 1 121 mln PLN oraz 1 895 mln PLN odpowiednio w 2020, 2021 i 2022 roku. Dodatkowa obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o około 4% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, wyniesie 2954 mln PLN w 2020 (+19% w stosunku do scenariusza bazowego), i 2643 mln PLN w 2021 roku (+21%). Materializacja założeń przyjętych w scenariuszu zepchnęłaby naszą wycenę do 192,10 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742,4	6 580,2	6 434,3	6 630,3	7 007,2
Wynik pozaodsetkowy	2 553,7	2 904,3	2 868,6	2 870,3	3 030,0
Koszty ogółem	3 769,0	4 488,7	3 995,4	3 986,3	4 027,8
Zysk operacyjny*	4 527,2	4 995,8	5 307,5	5 514,3	6 009,4
Zysk netto	2 363,4	2 138,3	1 388,7	1 799,6	2 223,0
Koszty/przychody (%)	45,4	47,3	42,9	42,0	40,1
ROE (%)	10,1	8,5	5,3	6,5	7,5
P/E (x)	7,4	8,3	12,8	9,9	8,0
P/BV (x)	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
DPS	3,10	19,72	0,00	3,40	4,41
Stopa dywidendy (%)	1,8	11,3	0,0	2,0	2,5

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	173,90 PLN
Cena docelowa	229,52 PLN
Kapitalizacja	17,7 mld PLN
Free float	5,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	40,2 mln PLN

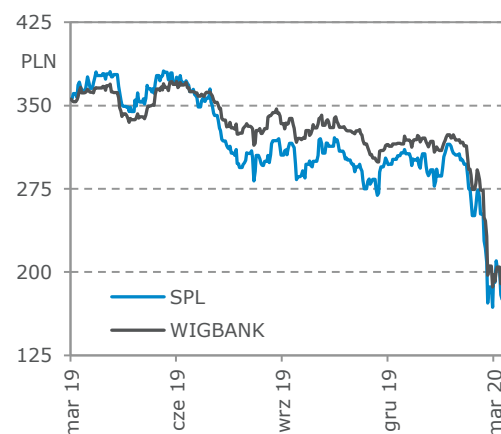
Struktura akcjonariatu

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	229,52	287,90	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Santander	173,90	229,52	+32,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	WNDB	-6,0%	-8,8%
Zysk brutto	-32,4%	-25,3%	-20,9%
Zysk netto	-43,3%	-32,3%	-25,7%

Analizy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mln PLN)	%
Etap I (2020-22)	647,1	2,2
Korekta o wartość pieniądza w czasie	1 768,8	6,1
Etap II (2023-37)	20 557,8	71,0
Etap III (2038-57)	4 678,9	16,2
Wartość rezydualna	1 304,7	4,5
Wartość godziwa kapitałów własnych	28 957,4	100,0
Liczba akcji (mln)	99,2	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	291,8	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	310,4	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mln PLN)	%
Początkowe TNAV	25 791,4	93,1
Etap I (2020-22)	234,5	0,8
Korekta o wartość pieniądza w czasie	502,9	1,8
Etap II (2023-37)	1 395,9	5,0
Etap III (2038-57)	-233,2	-0,8
Wartość godziwa kapitałów własnych	27 691,5	100,0
Liczba akcji (mln)	99,2	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	279,1	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	296,8	

Główne wskaźniki finansowe

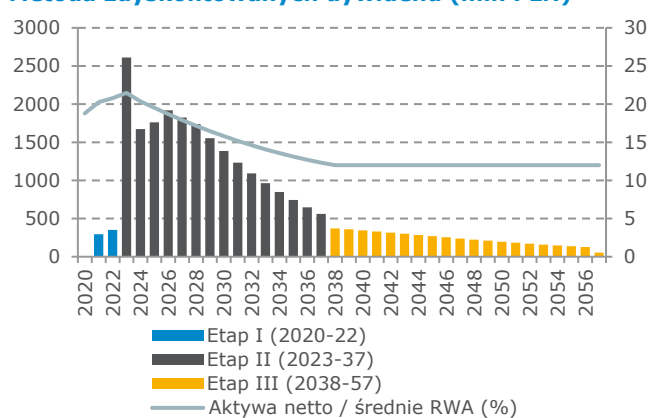
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	4,7	4,8	4,9	4,0
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,1	2,1	2,1	1,8
Koszty / średnie RWA	-2,9	-2,9	-2,8	-2,7
Koszty / dochody	42,9	42,0	40,1	46,4
Saldo rezerw / średnie RWA	-1,8	-1,6	-1,5	-1,1
Efektywna stopa podatkowa	-21,5	-21,4	-21,4	-21,0
Pozostałe / RWA	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Wynik netto / średnie RWA	1,5	1,8	2,0	1,5
Aktywa netto / średnie RWA	18,8	20,3	20,8	16,2
Zwrot z aktywów netto	8,0	8,8	9,7	9,2
Wzrost zysku netto	-27,8	20,6	18,4	-1,2
Średnie RWA (mld PLN)	137	137	144	188
Wzrost średnich RWA	-2,9	0,1	4,9	2,9

*średnia dla lat 2023-37P

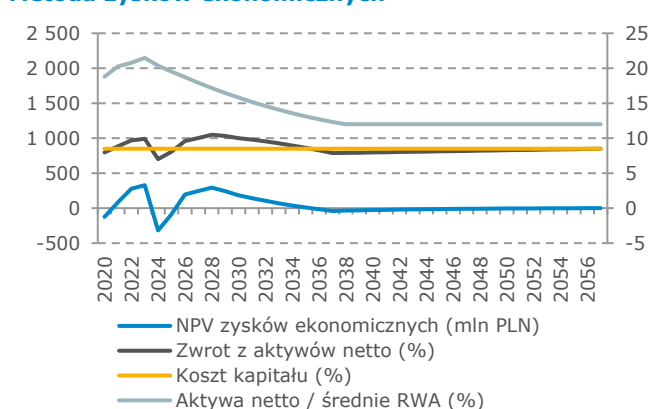
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	291,81
Metoda zysków ekonomicznych	279,05
Średnia wartość godziwa	285,43
Podatek bankowy	-69,67
9M cena docelowa	229,52

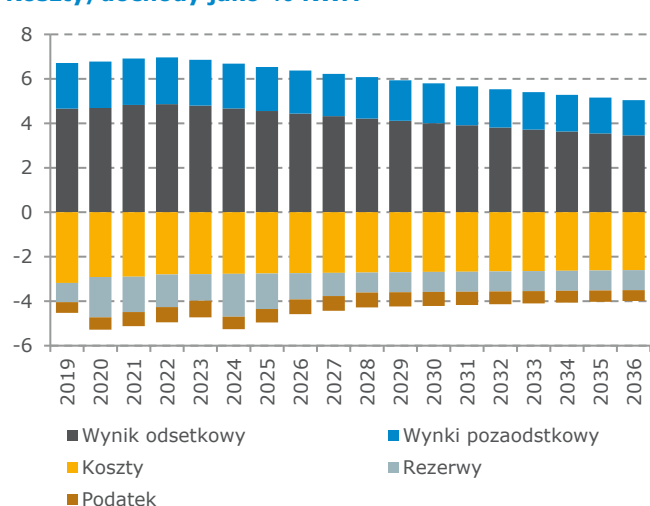
Metoda zdyskontowanych dywidend (mln PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	4 770,4	5 276,9	5 742,4	6 580,2	6 434,3	6 630,3	7 007,2
Wynik prowizyjny	1 914,7	2 013,1	2 057,8	2 128,2	1 992,4	2 103,1	2 246,5
Wynik handlowy	780,3	323,0	282,1	500,2	600,3	480,2	485,0
Pozostałe przychody	140,8	150,6	213,8	275,9	275,9	287,0	298,4
Przychody pozaodsetkowe	2 835,8	2 486,8	2 553,7	2 904,3	2 868,6	2 870,3	3 030,0
Wynik na działalności bankowej	7 606,1	7 763,7	8 296,1	9 484,5	9 302,9	9 500,6	10 037,2
Koszty ogółem	3 367,7	3 372,4	3 769,0	4 488,7	3 995,4	3 986,3	4 027,8
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	4 238,4	4 391,2	4 527,2	4 995,8	5 307,5	5 514,3	6 009,4
Saldo rezerw	784,6	690,5	1 085,1	1 219,4	2 487,5	2 179,1	2 119,3
Udział w zyskach jednostek zależnych	55,4	58,3	62,7	67,2	67,2	67,2	67,2
Zysk jednorazowy	0,0	0,0	419,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	3 509,3	3 759,0	3 924,0	3 843,6	2 887,3	3 402,4	3 957,2
Podatek dochodowy	738,0	816,7	727,1	800,5	606,3	714,5	831,0
Zyski udziałowców mniejszościowych	-217,2	-305,5	-333,8	-305,8	-305,1	-304,5	-303,9
Zysk netto przed podatkiem bankowym	2 554,1	2 636,9	2 863,1	2 737,4	1 975,8	2 383,3	2 822,3
Podatek bankowy	-387,2	-423,8	-499,8	-599,0	-587,1	-583,8	-599,3
Zysk netto	2 166,8	2 213,1	2 363,4	2 138,3	1 388,7	1 799,6	2 223,0

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	4 776	4 146	8 908	7 973	10 283	10 440	10 601
Należności od sektora finansowego	3 513	2 136	2 936	3 717	3 791	3 867	3 944
Kredyty i pożyczki	103 069	107 840	137 460	143 403	143 660	145 563	154 124
Dłużne papiery wartościowe	32 489	31 832	49 930	46 327	44 011	48 412	50 349
Aktywa trwałe oraz WNiP	3 054	3 133	3 518	4 197	3 768	3 370	2 967
Inne aktywa	3 200	3 587	3 904	3 860	3 975	4 095	4 217
Aktywa ogółem	150 100	152 674	206 656	209 476	209 488	215 746	226 202
Zobowiązania wobec sektora finansowego	2 561	2 783	2 833	5 032	1 086	1 720	3 527
Depozyty	112 522	111 481	149 617	156 480	158 834	164 035	170 243
Wyemitowane papiery wartościowe	7 338	7 134	10 850	12 486	12 861	11 575	11 922
Otrzymane pożyczki podporządkowane	440	1 489	2 644	2 630	2 367	2 131	1 917
Inne zobowiązania	6 219	6 444	14 118	5 868	5 984	6 103	6 226
Kapitały własne	19 781	21 907	25 031	25 432	26 821	28 660	30 857
Zyski udziałowców mniejszościowych	1 238	1 436	1 564	1 548	1 535	1 522	1 510
Pasywa ogółem	150 100	152 674	206 656	209 476	209 488	215 746	226 202

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	8,6	4,6	27,5	4,3	0,2	1,3	5,9
Depozyty	11,1	-0,9	34,2	4,6	1,5	3,3	3,8
Kapitały własne	2,0	10,7	14,3	1,6	5,5	6,9	7,7
Aktywa	7,4	1,7	35,4	1,4	0,0	3,0	4,8
Zysk netto	-6,9	2,1	6,8	-9,5	-35,1	29,6	23,5
Wynik odsetkowy	10,7	10,6	8,8	14,6	-2,2	3,0	5,7
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	91,6	96,7	91,9	91,6	90,4	88,7	90,5
Depozyty / aktywa	75,0	73,0	72,4	74,7	75,8	76,0	75,3
Kredyty / aktywa	68,7	70,6	66,5	68,5	68,6	67,5	68,1
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	14,0	15,3	12,9	12,9	13,5	14,0	14,3
Współczynnik wypłacalności	15,0	16,7	16,0	16,8	19,0	19,3	19,4
Współczynnik Tier 1	14,6	15,3	14,1	14,9	17,0	17,4	17,6
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	6,6	5,8	4,5	5,2	4,4	4,6	4,6
Rezerwy / kredyty brutto	4,5	4,3	3,1	3,5	3,2	3,5	3,5
Rezerwy / NPL	68,5	74,1	68,2	67,8	72,7	76,1	76,1
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,8	0,6	0,9	0,8	1,7	1,5	1,4
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	3,4	3,6	3,3	3,28	3,19	3,23	3,28
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	3,3	3,5	3,2	3,2	3,1	3,1	3,2
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	2,0	1,6	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4
Koszty / średnie aktywa	2,3	2,2	2,1	2,2	1,9	1,9	1,8
Koszty / przychody	44,3	43,4	45,4	47,3	42,9	42,0	40,1
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,5	0,5	0,6	0,6	1,2	1,0	1,0
Zysk brutto / średnie aktywa	2,4	2,5	2,2	1,8	1,4	1,6	1,8
Efektywna stopa podatkowa	21,0	21,7	18,5	20,8	21,0	21,0	21,0
ROA	1,5	1,5	1,3	1,0	0,7	0,8	1,0
ROE	11,1	10,6	10,1	8,5	5,3	6,5	7,5
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	99 235	99 235	102 088	102 088	102 088	102 088	102 088
Średnia liczba akcji (mln)	99 235	99 235	100 661	102 088	102 088	102 088	102 088
EPS (PLN)	21,8	22,3	23,5	20,9	13,6	17,6	21,8
BVPS (PLN)	199,3	220,8	245,2	249,1	262,7	280,7	302,3
P/E (x)	8,0	7,8	7,4	8,3	12,8	9,9	8,0
P/BV (x)	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
DPS (PLN)	21,33	5,40	3,10	19,72	0,00	3,40	4,41
Stopa dywidendy (%)	12,3	3,1	1,8	11,3	0,0	2,0	2,5

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

ING BSK: sprzedaż (podtrzymana)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Potencjał do dalszego spadku

Nasze prognozy zostały obniżone o 42%-37% na lata 2020/21. Tak znacząco obniżka jest spowodowana wzrostem salda rezerw o 1,4x w 2020 roku, które przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 123 p.b. W porównaniu do pozostałych dużych banków w Polsce prognozowany przez nas koszt ryzyka jest nadal niższy niż w PKO BP czy Santanderze, ale wyższy niż w Banku Pekao, co sprawdzało się podczas ostatnich dwóch kryzysów w latach 2009 i 2012. Argumentem przemawiającym za wzrostem ryzyka jest duża ekspozycja portfela na sektor korporacji (52%) lub korporacji i kredytów konsumenckich (66%). Z drugiej strony oczekujemy umiarkowanego wpływu cięcia stóp na marżę odsetkową na poziomie 6 p.b. Finalnie, ograniczona akcja kredytowa powinna pozytywnie przełożyć się na wskaźniki wypłacalności przez co podwyższamy wypłatę dywidendy do 50%. Chociaż ING BSK nie przejdzie kryzysu suchą stopą to i tak wyceniamy ten bank najwyżej na wskaźniku P/BV równym 1,0x. Pomimo relatywnie wysokiej wyceny widzimy potencjał spadku dla ING, przez co ponawiamy naszą rekomendację sprzedaż.

Oczekujemy dużych obniżek prognoz

Nasza prognoza zakłada spadek zysku netto o 29% w 2020 roku do 1 022 mln PLN. Największy negatywny wpływ naszym zdaniem będzie mieć wysoki koszt ryzyka na poziomie 123 p.b., który przełoży się na saldo rezerw rządu 1,5 mld PLN. Tak znaczący wzrost salda rezerw i tak plasuje koszt ryzyka ING BSK poniżej średniej na poziomie 153 p.b. Jednocześnie oczekujemy spadku marży odsetkowej w całym roku na poziomie 8 p.b. oraz spadku wolumenu kredytowego na poziomie 1% R/R w 2020 roku.

Oczekujemy wyższych dywidend

Wstrzymanie akcji kredytowej w 2020 roku przy jednoczesnej rentowności kapitałów własnych na poziomie 7% w 2020 i 8% w 2021 roku powinny przełożyć się na wzmocnienie wskaźnika Tier 1 do 17% oraz TCR do 20%. Ze względu na dobrą sytuację kapitałową podwyższamy nasze oczekiwania odnośnie wypłat dywidend z obecnych 30% do 50% w kolejnych dwóch latach. Niemniej jednak nawet przy wzroście wypłaty uważamy, że wskaźnik DY na poziomie około 2,6%-3,1% nie jest najbardziej atrakcyjny dla akcjonariuszy.

Negatywny scenariusz

W przypadku realizacji negatywnego scenariusza ING osiągnie wynik na poziomie 731 mln PLN, 664 mln PLN oraz 1369 mln PLN odpowiednio w 2020, 2021 i 2022 roku. Dodatkowa obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o około 5% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, wyniesie 1 857 mln PLN w 2020 r. (+25% w stosunku do scenariusza bazowego), i 1 555 mln PLN w 2021 roku (+32%). Materializacja założeń przyjętych w scenariuszu zepchnęłaby naszą wycenę do 97,73 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 759,3	4 293,9	4 431,8	4 498,6	4 759,9
Wynik pozaodsetkowy	1 473,4	1 495,9	1 502,4	1 478,9	1 541,6
Koszt ogółem	2 326,8	2 497,4	2 546,3	2 641,8	2 719,5
Zysk operacyjny*	2 905,9	3 292,4	3 387,9	3 335,8	3 582,0
Zysk netto	1 523,8	1 658,7	1 023,3	1 209,9	1 627,9
Koszty/przychody (%)	44,5	43,1	42,9	44,2	43,2
ROE (%)	12,1	11,6	6,6	7,5	9,5
P/E (x)	13,1	12,1	19,6	16,5	12,3
P/BV (x)	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1
DPS	3,20	3,50	0,00	3,93	4,65
Stopa dywidendy (%)	2,1	2,3	0,0	2,6	3,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	153,80 PLN
Cena docelowa	126,36 PLN
Kapitalizacja	20,0 mld PLN
Free float	5,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,0 mln PLN

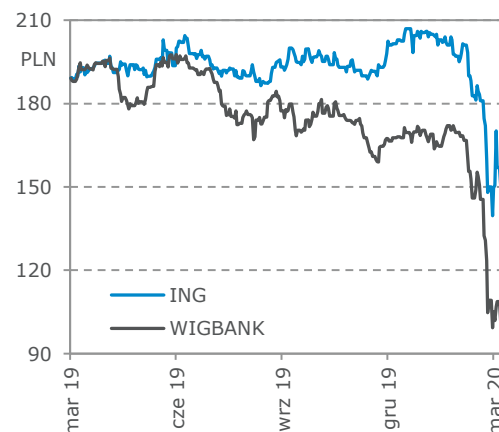
Struktura akcjonariatu

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	126,36	170,00	sprzedaj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
			2020P	2021P
ING BSK	153,80	126,36	-17,8%	-

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	WNDB	-5,9%	-12,6%
Zysk brutto	-33,9%	-31,4%	-
Zysk netto	-42,0%	-36,9%	-

Analitycy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mIn PLN)	%
Etap I (2020-22)	908,3	4,2
Korekta o wartość pieniądza w czasie	1 454,0	6,8
Etap II (2023-37)	13 564,9	63,0
Etap III (2038-57)	3 534,4	16,4
Wartość rezydualna	2 058,0	9,6
Wartość godziwa kapitałów własnych	21 519,5	100,0
Liczba akcji (mln)	130,1	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	165,4	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	176,0	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mIn PLN)	%
Początkowe TNAV	16 305,5	79,8
Etap I (2020-22)	411,1	2,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	370,9	1,8
Etap II (2023-37)	2 819,2	13,8
Etap III (2038-57)	518,9	2,5
Wartość godziwa kapitałów własnych	20 425,8	100,0
Liczba akcji (mln)	130,1	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	157,0	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	167,0	

Główne wskaźniki finansowe

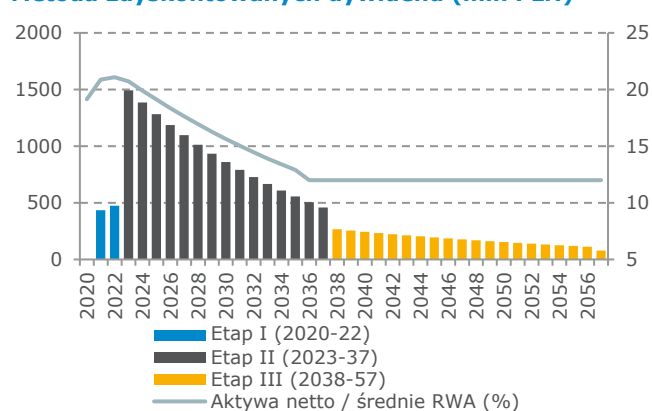
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	5,2	5,3	5,3	4,8
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	1,8	1,7	1,7	1,5
Koszty / średnie RWA	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1
Koszty / dochody	42,9	44,2	43,2	49,1
Saldo rezerw / średnie RWA	-1,7	-1,4	-1,0	-1,0
Efektywna stopa podatkowa	-22,5	-22,5	-22,5	-21,0
Pozostałe / RWA	-0,6	-0,7	-0,8	-0,5
Wynik netto / średnie RWA	1,6	1,9	2,3	1,7
Aktywa netto / średnie RWA	19,1	20,9	21,1	16,5
Zwrot z aktywów netto	8,6	9,0	10,7	10,5
Wzrost zysku netto	-29,1	13,3	25,9	0,0
Średnie RWA (mld PLN)	85	85	89	132
Wzrost średnich RWA	6,4	11,1	14,9	4,6

*średnia dla lat 2023-37P

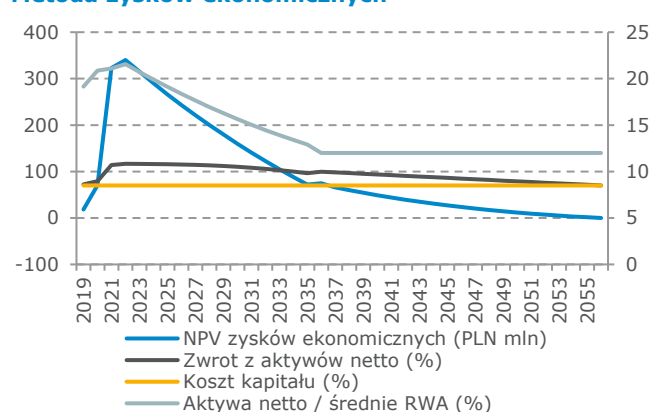
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	165,41
Metoda zysków ekonomicznych	157,00
Średnia wartość godziwa	161,20
Podatek bankowy	-42,42
9M cena docelowa	126,36

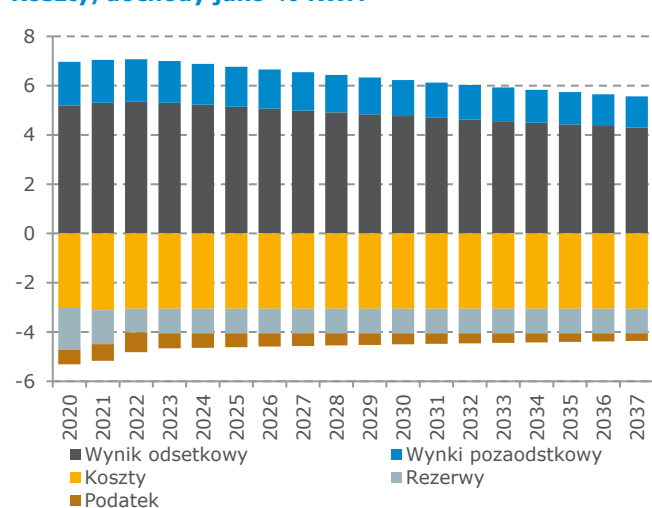
Metoda zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	2 953,4	3 452,8	3 759,3	4 293,9	4 431,8	4 498,6	4 759,9
Wynik prowizyjny	1 064,8	1 182,8	1 304,9	1 371,7	1 312,5	1 332,7	1 388,5
Wynik handlowy	286,9	117,3	154,1	130,3	175,9	131,9	138,5
Pozostałe przychody	19,4	3,0	14,4	-6,1	14,0	14,3	14,6
Przychody pozaodsetkowe	1 371,1	1 303,1	1 473,4	1 495,9	1 502,4	1 478,9	1 541,6
Wynik na działalności bankowej	4 324,5	4 755,9	5 232,7	5 789,8	5 934,2	5 977,5	6 301,5
Koszty ogółem	2 099,2	2 122,6	2 326,8	2 497,4	2 546,3	2 641,8	2 719,5
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	2 225,3	2 633,3	2 905,9	3 292,4	3 387,9	3 335,8	3 582,0
Saldo rezerw	300,6	421,2	500,9	605,5	1 479,9	1 174,0	859,5
Udział w zyskach jednostek zależnych	0,0	0,0	-0,3	6,6	6,6	6,6	6,5
Zysk brutto	1 924,7	2 212,1	2 404,7	2 693,5	1 914,6	2 168,4	2 729,0
Podatek dochodowy	391,4	478,9	507,1	599,1	428,9	485,7	611,3
Zyski udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	1 533,3	1 733,2	1 897,6	2 094,4	1 485,7	1 682,6	2 117,7
Podatek bankowy	280,2	330,1	373,8	435,7	462,4	472,7	489,8
Zysk netto	1 253,1	1 403,1	1 523,8	1 658,7	1 023,3	1 209,9	1 627,9

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 825	2 815	1 237	1 403	4 758	5 128	5 528
Należności od sektora finansowego	1 113	2 235	777	799	2 426	2 465	2 512
Kredyty i pożyczki	81 980	91 088	103 126	118 288	117 303	117 851	127 039
Dłużne papiery wartościowe	29 665	27 242	33 873	35 230	33 241	34 844	35 469
Aktywa trwałe oraz WNiP	1 004	980	995	1 386	1 261	1 122	966
Inne aktywa	1 890	1 654	1 805	1 506	1 558	1 613	1 669
Aktywa ogółem	117 478	126 014	141 813	158 611	160 548	163 022	173 183
Zobowiązania wobec sektora finansowego	5 043	4 109	5 196	6 256	921	558	836
Depozyty	95 825	104 503	117 683	130 474	135 965	137 077	144 643
Wyemitowane papiery wartościowe	1 341	1 035	1 410	648	662	676	692
Otrzymane pożyczki podporządkowane	665	627	1 077	2 131	3 185	4 240	5 294
Inne zobowiązania	4 126	3 945	3 126	3 879	3 932	3 986	4 043
Kapitały własne	10 475	11 795	13 322	15 223	15 883	16 484	17 676
Zyski udziałowców mniejszościowych	2	0	0	0	0	0	0
Pasywa ogółem	117 478	126 014	141 813	158 611	160 548	163 022	173 183

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	13,0	11,1	13,2	14,7	-0,8	0,5	7,8
Depozyty	9,1	9,1	12,6	10,9	4,2	0,8	5,5
Kapitały własne	-1,9	12,6	12,9	14,3	4,3	3,8	7,2
Aktywa	7,9	7,3	12,5	11,8	1,2	1,5	6,2
Zysk netto	36,1	13,0	9,5	10,4	-29,1	13,3	25,9
Wynik odsetkowy	19,7	16,9	8,9	14,2	3,2	1,5	5,8
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	85,6	87,2	87,6	90,7	86,3	86,0	87,8
Depozyty / aktywa	81,6	82,9	83,0	82,3	84,7	84,1	83,5
Kredyty / aktywa	69,8	72,3	72,7	74,6	73,1	72,3	73,4
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	8,9	9,4	9,4	9,6	9,9	10,1	10,2
Współczynnik wypłacalności	14,7	16,7	15,6	16,9	20,4	21,0	20,6
Współczynnik Tier 1	13,7	15,8	14,7	14,5	17,9	18,5	18,2
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	2,6	2,8	2,8	3,0	3,2	3,6	3,6
Rezerwy / kredyty brutto	1,8	1,8	2,0	1,9	2,4	2,6	2,6
Rezerwy / NPL	67,3	64,1	70,0	64,5	75,0	72,2	72,2
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,4	0,5	0,5	0,5	1,2	1,0	0,7
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,9
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	2,6	2,8	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
Koszty / średnie aktywa	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
Koszty / przychody	48,5	44,6	44,5	43,1	42,9	44,2	43,2
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,3	0,3	0,4	0,4	0,9	0,7	0,5
Zysk brutto / średnie aktywa	1,7	1,8	1,8	1,8	1,2	1,3	1,6
Efektywna stopa podatkowa	20,3	21,6	21,1	22,2	22,4	22,4	22,4
ROA	1,1	1,2	1,1	1,1	0,6	0,7	1,0
ROE	11,8	12,6	12,1	11,6	6,6	7,5	9,5
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1
Średnia liczba akcji (mln)	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1
EPS (PLN)	9,6	10,8	11,7	12,7	7,9	9,3	12,5
BVPS (PLN)	80,5	90,7	102,4	117,0	122,1	126,7	135,9
P/E (x)	16,0	14,3	13,1	12,1	19,6	16,5	12,3
P/BV (x)	1,9	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1
DPS (PLN)	4,30	0,00	3,20	3,50	0,00	3,93	4,65
Stopa dywidendy (%)	2,8	0,0	2,1	2,3	0,0	2,6	3,0

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

Millennium: kupuj (podwyższona)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Spowolnienie oraz ryzyko CHF już w wycenie

Zmieniamy naszą rekomendację na kupuj oraz cenę docelową na 4,06 PLN. Bank Millennium podobnie jak cały sektor bankowy zostanie dotknięty przez spowolnienie wywołane koronawirusem. Nasze prognozy na lata 2020-21 zostały obniżone o 65-18%, co jest efektem zarówno wyższych kosztów ryzyka (154 p.b. w 2020 vs 91 p.b. w 2019 r.), spadku wolumenów kredytowych dla przedsiębiorstw (-2,5%) oraz obniżki stóp procentowych. Co więcej, uwzględniamy dodatkowe 100 mln PLN kosztów związanych z tzw. „małym TSUE”. Zwracam uwagę, że pierwotna wrażliwość marży Banku Millennium na obniżkę stóp procentowych wynosiła 13%, a przejęcie Eurobanku dodatkowo zaburza wpływ obniżenia stóp na marżę. W tym kontekście struktura portfela kredytowego będzie działała na korzyść banku. Kredyty dla przedsiębiorstw łącznie z leasingiem i faktoringiem stanowią 26,8% portfela kredytowego banku z czego leasing, który generuje niższe koszty ryzyka niż kredyt, 1/3 tego. Uważamy, że obecna sytuacja dotknie przede wszystkim banki mające relatywnie dużą ekspozycję na sektor MŚP, w tym kontekście zeszłoroczne przejęcie Eurobanku rozwinęło portfel Millennium, co jest korzystne w obecnej sytuacji. Wyceniamy Millennium na poziomie 0,6x P/BV, co obecnie implikuje rekomendację kupuj.

Obniżamy prognozy

Tniemy prognozy o 65%-18% na lata 2020/21. W przeciwieństwie do większości banków obniżenie prognoz nie jest warunkowane przez obniżkę stóp procentowych lecz przez, przez koszty ryzyka (154 p.b. w 2020 i 91 p.b. w 2021), spadające wolumeny w sektorze przedsiębiorstw i dodatkowe 100 mln PLN rezerwy na tzw. „małe TSUE”. Oprócz tego, rezerwy na ryzyka prawne związane z kredytami CHF przewidziane na 2020 r., przesuwamy o rok. ROE w latach 2020-21 znajdzie się na poziomie 2,3-2,6%.

Korygujemy odpisy na CHF

Uważamy, że trudna sytuacja w jakiej znajdują się banki w tym roku sprawi, że ani regulator, ani audytorzy nie będą naciskać na zawiązywanie dodatkowych rezerw na kredyty CHF. Co więcej obecne trudności na pewno będą miały przełożenie na działalność sądów i kancelarii prawnych. Dlatego uważamy, że w 2020 roku banki nie będą dowiązywać rezerw frankowych, dlatego harmonogram rezerw przesuwamy o rok.

Scenariusz negatywny

W negatywnym scenariuszu Bank Millennium będzie robił stratę w latach 2020-21, odpowiednio -81,5 mln PLN oraz -131 mln PLN, co jest efektem nałożenia się niesprzyjającego otoczenia gospodarczego oraz odpisów na kredyty CHF. Obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o niecałe 8% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, bez rezerw na ryzyko związane z CHF, wyniesie 1 457 mln PLN w 2020 r. (+33% w stosunku do scenariusza bazowego), 1 028 mln PLN w 2021 roku (+55%). Zwracamy uwagę na wrażliwość wyceny Banku Millennium na środowisko niskich stóp procentowych w długim okresie, która skutkuje wyceną na poziomie 1,72 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817,5	2 436,9	2 741,7	2 760,7	2 892,3
Wynik pozaodsetkowy	940,3	1 115,2	1 128,2	1 104,2	1 144,0
Koszty ogółem	1 332,2	1 841,7	2 165,8	2 013,6	2 010,6
Zysk operacyjny*	1 425,6	1 710,4	1 704,0	1 851,3	2 025,7
Zysk netto	760,7	560,7	199,8	387,3	394,2
Koszty/przychody (%)	48,3	51,8	56,0	52,1	49,8
ROE (%)	9,4	6,5	2,3	4,4	4,4
P/E (x)	5,2	7,1	20,0	10,3	10,1
P/BV (x)	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
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	3,30 PLN
Cena docelowa	4,06 PLN
Kapitalizacja	4,0 mld PLN
Free float	2,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	9,7 mln PLN

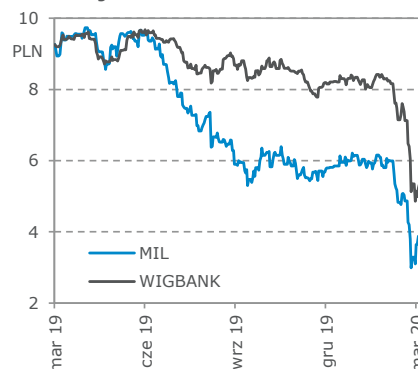
Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	8,24%
Aviva OFE	6,33%
PZU OFE	5,57%
Pozostali	29,76%

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	4,06	5,47	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Millennium	3,30	4,06

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	WNDB	-3,0%	-8,3%
Zysk brutto	-43,2%	-11,7%	-
Zysk netto	-65,2%	-18,0%	-

Analitycy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mIn PLN)	%
Etap I (2020-22)	0,0	0,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	438,6	6,5
Etap II (2023-37)	4 248,1	63,4
Etap III (2038-57)	1 141,8	17,0
Wartość rezydualna	869,5	13,0
Wartość godziwa kapitałów własnych	6 698,0	100,0
Liczba akcji (mln)	1 213,1	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	5,5	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	5,9	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mIn PLN)	%
Początkowe TNAV	9 657,0	105,9
Etap I (2020-22)	-717,2	-7,9
Korekta o wartość pieniądza w czasie	159,7	1,8
Etap II (2023-37)	593,3	6,5
Etap III (2038-57)	-569,9	-6,2
Wartość godziwa kapitałów własnych	9 122,9	100,0
Liczba akcji (mln)	1213,1	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	7,5	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	8,0	

Główne wskaźniki finansowe

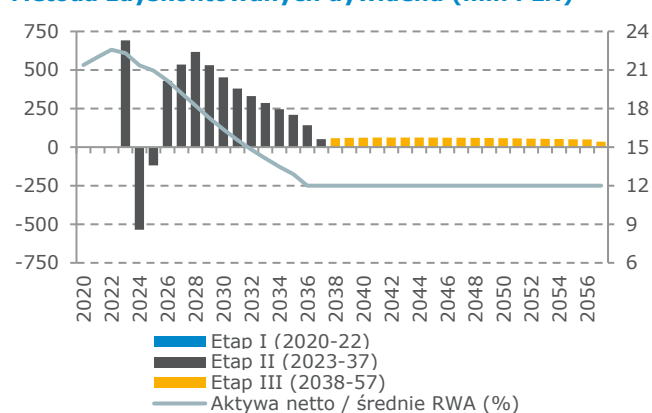
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	6,1	6,0	6,1	5,1
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,5	2,4	2,4	1,9
Koszty / średnie RWA	-4,8	-4,4	-4,2	-3,9
Koszty / dochody	56,0	52,1	49,8	56,2
Saldo rezerw / średnie RWA	-2,4	-2,2	-2,4	-1,1
Efektywna stopa podatkowa	-21,5	-21,5	-21,5	-21,5
Pozostałe / RWA	-0,3	-0,5	-0,6	-0,4
Wynik netto / średnie RWA	1,1	1,3	1,2	1,6
Aktywa netto / średnie RWA	21,4	22,0	22,6	17,1
Zwrot z aktywów netto	5,0	6,1	5,4	8,8
Wzrost zysku netto	-41,3	40,3	1,5	-52,7
Średnie RWA (mld PLN)	45	46	47	61
	170	112	644	276
Wzrost średnich RWA	13,0	2,1	3,3	3,4

*średnia dla lat 2023-37P

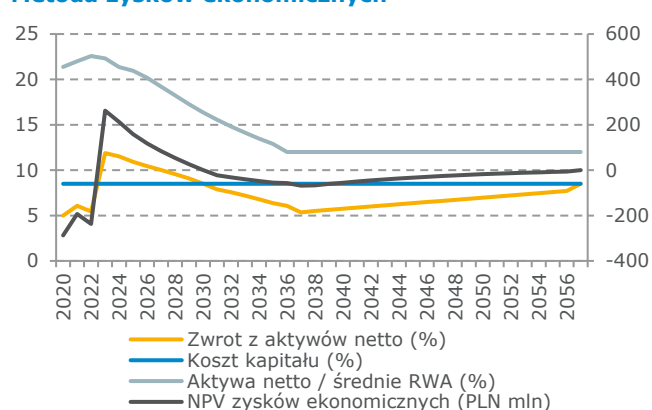
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	5,52
Metoda zysków ekonomicznych	7,52
Średnia wartość godziwa	6,52
Podatek bankowy	-2,70
9M cena docelowa	4,06

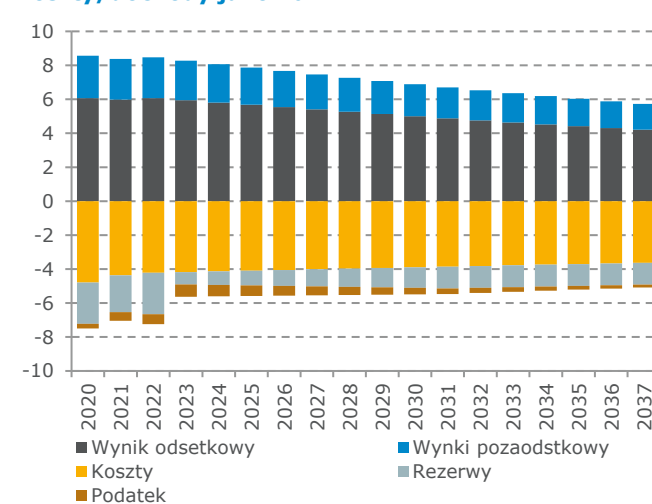
Metoda zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	1 505,8	1 696,5	1 817,5	2 436,9	2 741,7	2 760,7	2 892,3
Wynik prowizyjny	581,0	663,6	661,1	699,2	700,5	722,8	750,1
Wynik handlowy	490,6	219,6	228,5	318,5	328,1	278,9	287,3
Pozostałe przychody	50,6	69,9	50,7	97,6	99,5	102,5	106,6
Przychody pozaodsetkowe	1 122,2	953,1	940,3	1 115,2	1 128,2	1 104,2	1 144,0
Wynik na działalności bankowej	2 628,0	2 649,6	2 757,7	3 552,1	3 869,9	3 864,9	4 036,3
Koszty ogółem	1 268,1	1 280,6	1 332,2	1 841,7	2 165,8	2 013,6	2 010,6
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 359,9	1 368,9	1 425,6	1 710,4	1 704,0	1 851,3	2 025,7
Saldo rezerw	231,2	255,4	202,5	627,1	1 098,5	1 001,7	1 163,9
Udział w zyskach jednostek zależnych	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	1 127,3	1 113,5	1 223,1	1 083,3	605,5	849,6	861,8
Podatek dochodowy	252,0	244,0	264,0	274,6	130,4	183,0	185,3
Zyski udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	875,3	869,6	959,1	808,7	475,1	666,6	676,5
Podatek bankowy	174,1	188,3	198,5	248,0	275,3	279,2	282,3
Zysk netto	701,3	681,2	760,7	560,7	199,8	387,3	394,2

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 779	2 080	2 450	2 203	2 340	2 454	2 598
Należności od sektora finansowego	1 268	254	731	784	841	877	929
Kredyty i pożyczki	47 020	47 411	52 712	69 755	70 307	71 826	74 386
Dłużne papiery wartościowe	17 790	19 598	23 038	23 075	22 498	23 285	24 333
Aktywa trwałe oraz WNiP	226	266	307	1 009	885	759	634
Inne aktywa	709	1 532	1 220	1 230	1 242	1 254	1 279
Aktywa ogółem	68 793	71 141	80 459	98 056	98 112	100 456	104 159
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 271	2 353	1 789	1 579	1 277	1 294	1 560
Depozyty	55 876	57 273	66 244	81 455	81 845	83 921	87 365
Wyemitowane papiery wartościowe	1 653	1 347	1 041	1 536	1 459	1 386	1 331
Otrzymane pożyczki podporządkowane	664	702	702	1 546	1 563	1 581	1 598
Inne zobowiązania	2 388	1 694	2 299	2 998	3 423	3 391	3 087
Kapitały własne	6 941	7 773	8 384	8 942	8 545	8 884	9 219
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa ogółem	68 793	71 141	80 459	98 056	98 112	100 456	104 159

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	1,4	0,8	11,2	32,3	0,8	2,2	3,6
Depozyty	5,8	2,5	15,7	23,0	0,5	2,5	4,1
Kapitały własne	7,7	12,0	7,9	6,6	-4,4	4,0	3,8
Aktywa	3,9	3,4	13,1	21,9	0,1	2,4	3,7
Zysk netto	60,2	-0,7	10,3	-15,7	-41,3	40,3	1,5
Wynik odsetkowy	10,3	12,7	7,1	34,1	12,5	0,7	4,8
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	84,2	82,8	79,6	85,6	85,9	85,6	85,1
Depozyty / aktywa	81,2	80,5	82,3	83,1	83,4	83,5	83,9
Kredyty / aktywa	68,4	66,6	65,5	71,1	71,7	71,5	71,4
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	10,1	10,9	10,4	9,1	8,7	8,8	8,9
Współczynnik wypłacalności	17,4	22,0	22,6	19,3	18,6	18,6	18,5
Współczynnik Tier 1	17,3	20,0	20,8	17,8	17,2	17,2	17,2
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	4,5	4,6	4,4	4,5	4,3	4,3	4,3
Rezerwy / kredyty brutto	2,8	3,1	3,2	2,7	3,2	3,2	3,2
Rezerwy / NPL	62,6	67,1	73,2	61,3	74,4	74,4	74,4
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,5	0,5	0,5	0,7	1,4	0,9	0,6
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	2,3	2,5	2,5	2,8	2,9	2,8	2,9
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	2,2	2,4	2,4	2,7	2,8	2,8	2,8
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	1,7	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
Koszty / średnie aktywa	1,9	1,8	1,8	2,1	2,2	2,0	2,0
Koszty / przychody	48,3	48,3	48,3	51,8	56,0	52,1	49,8
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,3	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	1,1
Zysk brutto / średnie aktywa	1,7	1,6	1,6	1,2	0,6	0,9	0,8
Efektywna stopa podatkowa	22,4	21,9	21,6	25,3	21,5	21,5	21,5
ROA	1,0	1,0	1,0	0,6	0,2	0,4	0,4
ROE	10,5	9,3	9,4	6,5	2,3	4,4	4,4
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1
Średnia liczba akcji (mln)	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1	1 213,1
EPS (PLN)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,2	0,3	0,3
BVPS (PLN)	5,7	6,4	6,9	7,4	7,0	7,3	7,6
P/E (x)	5,7	5,9	5,2	7,1	20,0	10,3	10,1
P/BV (x)	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

Handlowy: trzymaj (obniżona)

BHW PW; BHW.WA | Banki, Polska

Portfel narażony na eksport

Zmieniamy naszą rekomendację na trzymaj oraz cenę docelową na 45,66 PLN. Globalność oraz charakter obecnego spowolnienia sprawiają, że nawet Handlowy, który ma bezpieczny bilans będzie musiał się mierzyć z gorszą sytuacją kredytową swoich klientów. W efekcie obniżamy prognozy na lata 2020-2022 o 19-32%. Chociaż portfel SME stanowi zaledwie 9% korporacyjnego portfela kredytowego, to jak sam Handlowy twierdzi, aż 70% jego klientów biznesowych to eksporterzy, handlujący głównie z krajami UE. Dlatego też zakładamy, chwilowy, skokowy wzrost kosztów ryzyka w segmencie korporacji przypadający na 2Q i 3Q. Z drugiej strony baza klientów indywidualnych Handlowego powinna być odporna na obecny szok, dlatego uważamy, że ewentualny wzrost CoR w tym segmencie będzie wynikał w większości ze zmian w parametrach modelu, a nie z realnej deterioracji portfela. Podsumowując uważamy, że CoR w 2020 r. wyniesie 202 p.b. vs 114 p.b. w zeszłym roku, aby w 2021 r. spaść do 90 p.b., a w 2022 r. do 55 p.b. Jeżeli chodzi o wolumeny, to sądzimy, że Handlowy jako jeden z niewielu banków będzie w stanie zwiększyć bazę kredytową w segmencie korporacji(+3,5%), jednocześnie oddając rynkowe udziały wśród klientów detalicznych (-2,8%). Ostatnie dwa miesiące przyniosły dużą zmienność w rentownościach obligacji rządowych, a Handlowy będzie bezpośrednim beneficjentem tych zmian. Realizacja zysku ze względnie dużego portfela papierów wartościowych pozwoli podbić wynik z działalności handlowej o 34% R/R, a gro zrealizowanego zysku powinno przypaść na 1Q i 2Q'20. W kontekście dywidendy, w obecnych okolicznościach zmieniamy nasze nastawienie. Zakładamy brak wypłaty w obecnym roku, jeżeli chodzi o zysk niepodzielony z 2018 r., zakładamy że jego wypłata nastąpi w 2021 roku, co oznacza, że przyszłoroczny DPS szacujemy na 3,49 PLN.

Obniżamy prognozy

Uważamy, że analogiczne do 2012 roku, Bank Handlowy będzie realizował zyski w ramach działalności skarbcowej, aby zniwelować negatywne efekty spowolnienia gospodarczego. Od początku roku rentowność amerykański 10 latek spadła o 54%, zaś polskie odpowiedniczki od początku roku do dołka na początku roku zanurkowały o 33%. Środowisko podwyższonej zmienności oraz spadających rentowności nadają się idealnie od wypracowania dobrego wyniku z działalności handlowej, dlatego uważamy, że Handlowy osiągnie w 2020 roku, 657 mln PLN z tego tytułu, czyli + 34% R/R i +30% w stosunku do naszej poprzedniej prognozy.

Scenariusz negatywny

W przypadku realizacji negatywnego scenariusza Bank Handlowy osiągnie wynik na poziomie 314 mln PLN, 242 mln PLN oraz 407 mln PLN odpowiednio w 2020, 2021 i 2022 roku. Dodatkowa obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o niecałe 7% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, wyniesie 530 mln PLN w 2020 (+23% w stosunku do scenariusza bazowego), 300 mln PLN w 2021 roku (+50%). Materializacja założeń przyjętych w scenariuszu zepchnęłaby naszą wycenę do 34,65 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 107,6	1 153,7	1 051,6	1 013,8	1 054,7
Wynik pozaodsetkowy	1 081,0	1 102,1	1 243,2	1 122,1	1 157,9
Koszty ogółem	1 209,0	1 254,2	1 225,0	1 233,5	1 265,0
Zysk operacyjny*	979,6	1 001,6	1 069,9	902,4	947,7
Zysk netto	638,9	486,5	389,4	433,4	525,1
Koszty/przychody (%)	55,2	55,6	53,4	57,7	57,2
ROE (%)	9,1	6,9	5,4	5,8	7,0
P/E (x)	9,0	11,8	14,8	13,3	10,9
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
DPS	4,11	3,74	0,00	3,49	2,49
Stopa dywidendy (%)	9,3	8,5	0,0	7,9	5,7

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	44,00 PLN
Cena docelowa	45,66 PLN
Kapitalizacja	5,7 mld PLN
Free float	1,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,2 mln PLN

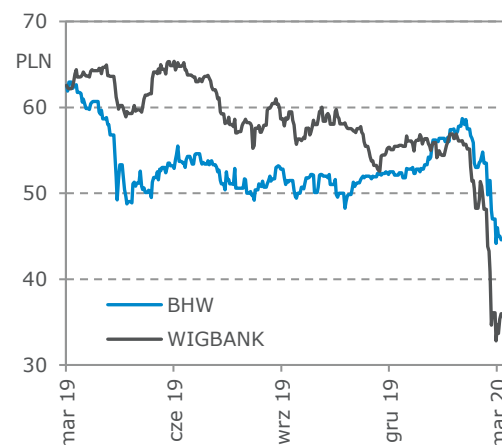
Struktura akcjonariatu

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. W detalu bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Bank charakteryzuje się konserwatywnym bilansem i wskaźnikiem L/D na poziomie około 60%.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	45,66	63,46	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Handlowy	44,00	45,66	+3,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	-1,2%	-11,4%	-11,3%
Zysk brutto	-33,5%	-30,5%	-22,6%
Zysk netto	-40,1%	-36,5%	-27,4%

Analizy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mIn PLN)	%
Etap I (2020-22)	641,3	9,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	396,2	5,5
Etap II (2023-37)	5 262,5	73,6
Etap III (2038-57)	555,5	7,8
Wartość rezydualna	296,3	4,1
Wartość godziwa kapitałów własnych	7 151,8	100,0
Liczba akcji (mln)	130,7	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	54,7	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	58,2	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mIn PLN)	%
Początkowe TNAV	8 659,1	126,6
Etap I (2020-22)	-537,2	-7,9
Korekta o wartość pieniądza w czasie	82,1	1,2
Etap II (2023-37)	-1 095,9	-16,0
Etap III (2038-57)	-268,1	-3,9
Wartość godziwa kapitałów własnych	6 840,0	100,0
Liczba akcji (mln)	130,7	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	52,3	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	55,7	

Główne wskaźniki finansowe

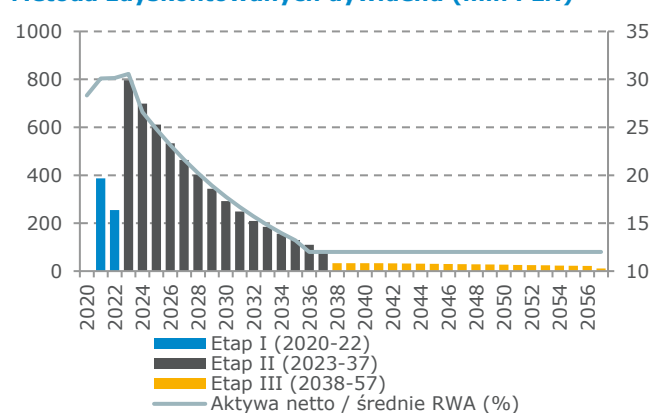
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	3,4	3,3	3,4	2,8
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	4,1	3,7	3,8	3,3
Koszty / średnie RWA	-4,0	-4,1	-4,1	-3,8
Koszty / dochody	53,4	57,7	57,2	62,7
Saldo rezerw / średnie RWA	-1,4	-0,7	-0,4	-0,6
Efektywna stopa podatkowa	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5
Pozostałe / RWA	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4
Wynik netto / średnie RWA	1,6	1,8	2,1	1,3
Aktywa netto / średnie RWA	28,3	30,1	30,1	21,1
Zwrot z aktywów netto	5,7	5,9	6,9	6,1
Wzrost zysku netto	-15,4	10,0	17,3	-4,8
Średnie RWA (mld PLN)	30,6	30,4	30,7	35,5
Wzrost średnich RWA	1,3	-0,5	0,8	1,7

*średnia dla lat 2023-37P

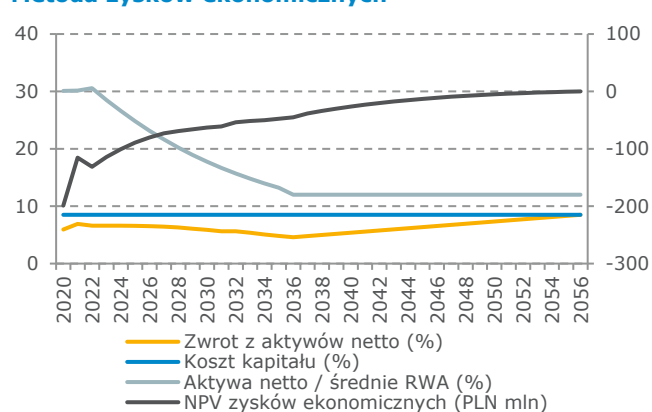
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	54,74
Metoda zysków ekonomicznych	52,35
Średnia wartość godziwa	53,54
Podatek bankowy	-10,62
9M cena docelowa	45,66

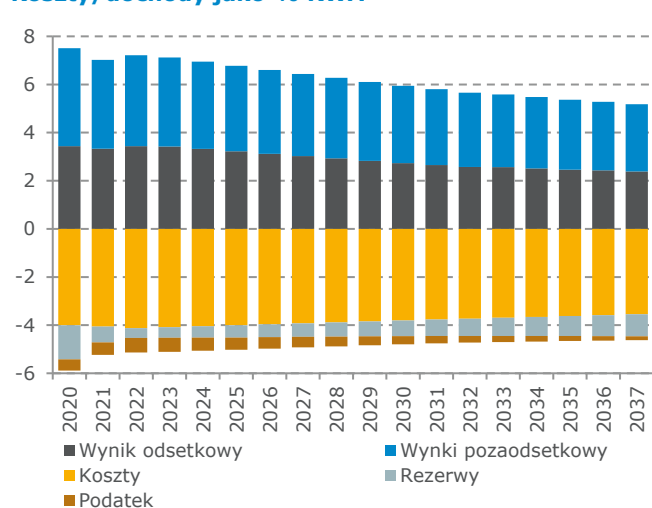
Metoda zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	1 003,6	1 082,1	1 107,6	1 153,7	1 051,6	1 013,8	1 054,7
Wynik prowizyjny	561,2	580,7	549,9	564,9	539,5	553,7	569,8
Wynik handlowy	497,4	395,7	487,0	491,4	657,3	520,3	538,3
Pozostałe przychody	48,3	52,5	44,0	45,8	46,4	48,1	49,8
Przychody pozaodsetkowe	1 106,9	1 028,8	1 081,0	1 102,1	1 243,2	1 122,1	1 157,9
Wynik na działalności bankowej	2 110,5	2 110,9	2 188,5	2 255,8	2 294,8	2 135,9	2 212,6
Koszty ogółem	1 231,2	1 223,3	1 209,0	1 254,2	1 225,0	1 233,5	1 265,0
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	879,4	887,7	979,6	1 001,6	1 069,9	902,4	947,7
Saldo rezerw	45,8	103,2	63,5	237,8	432,0	200,6	124,4
Udział w zyskach jednostek zależnych	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	833,6	784,7	916,0	763,8	637,9	701,8	823,2
Podatek dochodowy	162,7	171,5	189,8	179,6	143,5	157,9	185,2
Zyski udziałowców mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	670,9	613,2	726,2	584,3	494,4	543,9	638,0
Podatek bankowy	69,3	77,6	87,4	97,7	104,9	110,5	112,9
Zysk netto	601,6	535,6	638,9	486,5	389,4	433,4	525,1

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	666	462	7 272	3 737	3 961	4 080	4 202
Należności od sektora finansowego	2 277	2 832	3 481	4 316	4 532	4 532	4 532
Kredyty i pożyczki	17 170	17 854	19 802	20 589	20 840	21 566	22 252
Dłużne papiery wartościowe	22 887	19 657	16 538	20 994	19 337	20 301	21 111
Aktywa trwałe oraz WNiP	1 694	1 729	1 783	1 943	1 759	1 744	1 727
Inne aktywa	516	504	429	408	504	537	573
Aktywa ogółem	45 210	43 038	49 305	51 986	50 933	52 761	54 398
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 997	6 422	8 442	6 682	5 430	5 944	5 848
Depozyty	29 251	27 284	31 294	35 231	35 039	36 233	37 616
Wyemitowane papiery wartościowe	1 306	1 353	1 609	1 897	1 802	1 910	2 025
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	867	1 040	902	1 095	1 191	1 224	1 260
Kapitały własne	6 790	6 939	7 057	7 081	7 471	7 449	7 649
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa ogółem	45 210	43 038	49 305	51 986	50 933	52 761	54 398

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	1,3	4,0	10,9	4,0	1,2	3,5	3,2
Depozyty	3,7	-6,7	14,7	12,6	-0,5	3,4	3,8
Kapitały własne	-0,9	2,2	1,7	0,3	5,5	-0,3	2,7
Aktywa	-8,7	-4,8	14,6	5,4	-2,0	3,6	3,1
Zysk netto	-4,0	-11,0	19,3	-23,8	-20,0	11,3	21,1
Wynik odsetkowy	2,8	7,8	2,3	4,2	-8,8	-3,6	4,0
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	58,7	65,4	63,3	58,4	59,5	59,5	59,2
Depozyty / aktywa	64,7	63,4	63,5	67,8	68,8	68,7	69,1
Kredyty / aktywa	38,0	41,5	40,2	39,6	40,9	40,9	40,9
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	15,0	16,1	14,3	13,6	14,7	14,1	14,1
Współczynnik wypłacalności	17,4	17,9	16,8	16,7	18,5	18,2	18,3
Współczynnik Tier 1	17,4	17,9	16,8	16,7	18,5	18,2	18,3
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	3,6	3,5	3,2	3,4	3,5	3,5	3,5
Rezerwy / kredyty brutto	2,9	2,9	2,9	2,8	3,2	3,2	3,2
Rezerwy / NPL	80,3	81,3	91,8	81,1	91,4	91,4	91,4
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	0,3	0,6	0,3	1,1	2,0	0,9	0,5
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	2,2	2,6	2,5	2,4	2,1	2,0	2,1
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	2,1	2,5	2,4	2,3	2,0	2,0	2,0
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	2,2	2,2
Koszty / średnie aktywa	2,6	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,4
Koszty / przychody	58,3	57,9	55,2	55,6	53,4	57,7	57,2
Rezerwy netto / średnie aktywa	0,1	0,2	0,1	0,5	0,8	0,4	0,2
Zysk brutto / średnie aktywa	1,8	1,8	2,0	1,5	1,2	1,4	1,5
Efektywna stopa podatkowa	19,5	21,9	20,7	23,5	22,5	22,5	22,5
ROA	1,3	1,2	1,4	1,0	0,8	0,8	1,0
ROE	8,8	7,8	9,1	6,9	5,4	5,8	7,0
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	130,7	130,7	130,7	130,7	130,7	130,7	130,7
Średnia liczba akcji (mln)	130,7	130,7	130,7	130,7	130,7	130,7	130,7
EPS (PLN)	4,6	4,1	4,9	3,7	3,0	3,3	4,0
BVPS (PLN)	52,0	53,1	54,0	54,2	57,2	57,0	58,5
P/E (x)	9,6	10,7	9,0	11,8	14,8	13,3	10,9
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
DPS (PLN)	4,68	4,53	4,11	3,74	0,00	3,49	2,49
Stopa dywidendy (%)	10,6	10,3	9,3	8,5	0,0	7,9	5,7

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

poniedziałek, 30 marca 2020 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podtrzymana)

ALR PW; ALR.WA | Banki, Polska

3 miliardy kapitału nadwyżkowego

Oczekujemy, że Alior Bank będzie jednym z najciężej poszkodowanych w nadchodzącym kryzysie. Obecnie portfel Alior Banku w 66% składa się z kredytów dla SME oraz kredytów konsumenckich. Taka mieszanka w portfelu powinna przełożyć się na znaczący wzrost kosztu ryzyka w 2020 roku, który szacujemy aż na 300 p.b. (240 p.b. w 2019 r. oraz około 180 bez zdarzeń jednorazowych). Uważamy, że jest to poziom dość konserwatywny. Oznacza on, że w przypadku utrzymania kosztu ryzyka w detalu na poziomie około 200 p.b., koszt ryzyka w korporacjach musiałyby wybić do 900 p.b. w 2Q'20, a następnie spaść do 480 p.b. i 220 p.b. w kolejnych dwóch kwartałach. Dodatkowo w naszych prognozach zakładamy presję na marżę w wysokości 9 p.b. w 2Q'20 spowodowanej cięciem stopy bazowej o 50 p.b. przez RPP. Niemniej jednak, w całym roku marża spada aż o 41 p.b. co związane jest ze zwrotem prowizji. Pomimo, że Alior zostanie tak dotkliwie dotknięty przez kryzys uważamy, że wycena rynkowa na poziomie 0,2x jest niska i jedynie porównywalna z bankami notowanymi w Grecji. Alior w naszym bazowym scenariuszu zachowuje ponad 3 mld PLN kapitału nadwyżkowego w 2020-22. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z wyceną na poziomie 24,72 PLN i fair P/BV na poziomie 0,4x, jednocześnie zaznaczając, iż materializacja czarnego scenariusza obniży cenę docelową do 9,28 na akcję i implikuje potencjał spadku.

Alior wyzeruje zyski w 2020 roku

Szacujemy, że zysk netto Alior Banku w 2020 powinien wynieść około 21,5 mln PLN co oznacza stratę netto, którą bank powinien ponieść w 2Q i 3Q'20. Spadek wyników spowodowany jest przede wszystkim przez wzrost kosztu ryzyka, który w szczytowym punkcie 2Q'20 wyniesie 491 p.b. W naszych prognozach zakładamy, że Alior szybko upora się z cięciem stopy bazowej przez RPP. Wysoki koszt finansowania oraz ujemne wolumeny kredytowe sprzycają będą rewizji polityki cenowej w depozytach. Uważamy, że tak jak szybko będzie spadek wyników tak i szybko Alior powróci do dochodowości.

Dużo kapitału nadwyżkowego

Uważamy, że Alior nie jest zagrożony niewypłacalnością na co wskazywałyby obecna wycena rynkowa. Pamiętając o obniżce bufora ryzyka systemowego, Alior w naszych prognozach prezentuje ponad 3 mld PLN kapitału nadwyżkowego. Aby „wyzerować” kapitał nadwyżkowy Alior Bank musiałyby wykazać koszt ryzyka rzędu 980 p.b. z czego 2 100 p.b. w segmencie korporacji. Uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny. Finałnie kapitał nadwyżkowy ponad wymóg CRR wynosi obecnie ponad 4,6 mld PLN.

Scenariusz negatywny

W negatywnym scenariuszu Alior osiągnie wynik na poziomie -165,9 mln PLN, -244 mln PLN oraz 93 mln PLN odpowiednio w 2020, 2021 i 2022 roku. Obniżka stóp procentowych będzie skutkować spadkiem WNDB o niecałe 16% w latach 2021-22 w stosunku do scenariusza bazowego. Saldo rezerw, wyniesie 2 011 mln PLN w 2020 (+13% w stosunku do scenariusza bazowego), i 1 555 mln PLN w 2021 roku (+17%). Materializacja założeń przyjętych w scenariuszu zepchnęłaby naszą wycenę do 9,28 PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 084,5	3 181,4	2 883,2	2 915,6	3 084,8
Wynik pozaodsetkowy	1 012,8	958,6	844,3	851,7	892,4
Koszty ogółem	1 846,8	1 975,7	1 656,2	1 659,5	1 666,8
Zysk operacyjny*	2 250,5	2 164,4	2 071,3	2 107,9	2 310,4
Zysk netto	713,4	252,8	21,5	402,9	576,3
Koszty/przychody (%)	45,1	47,7	44,4	44,0	41,9
ROE (%)	10,8	3,8	0,3	5,8	7,6
P/E (x)	2,4	6,6	78,1	4,2	2,9
P/BV (x)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
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	13,00 PLN
Cena docelowa	24,72 PLN
Kapitalizacja	1,7 mld PLN
Free float	1,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	24,1 mln PLN

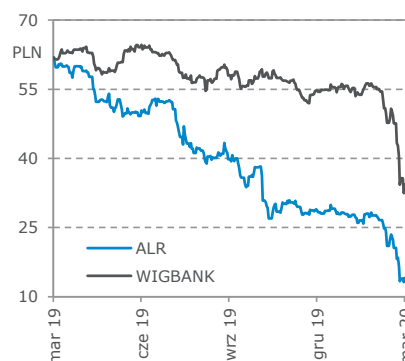
Struktura akcjonariatu

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	24,72	30,50	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Alior Bank	13,00	24,72

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	WNDB	-10,1%	-13,0%
Zysk brutto	-66,2%	-16,5%	-
Zysk netto	-95,2%	-14,5%	-

Analitycy:

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

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

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mIn PLN)	%
Etap I (2020-22)	0,0	0,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	325,0	5,8
Etap II (2023-37)	4 026,3	71,5
Etap III (2038-57)	624,2	11,1
Wartość rezydualna	654,3	11,6
Wartość godziwa kapitałów własnych	5 629,8	100,0
Liczba akcji (mln)	129,3	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	43,6	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	46,3	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mIn PLN)	%
Początkowe TNAV	7 419,3	137,3
Etap I (2020-22)	-318,2	-5,9
Korekta o wartość pieniądza w czasie	98,1	1,8
Etap II (2023-37)	-918,3	-17,0
Etap III (2038-57)	-876,8	-16,2
Wartość godziwa kapitałów własnych	5 404,2	100,0
Liczba akcji (mln)	129,3	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	41,8	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	44,5	

Główne wskaźniki finansowe

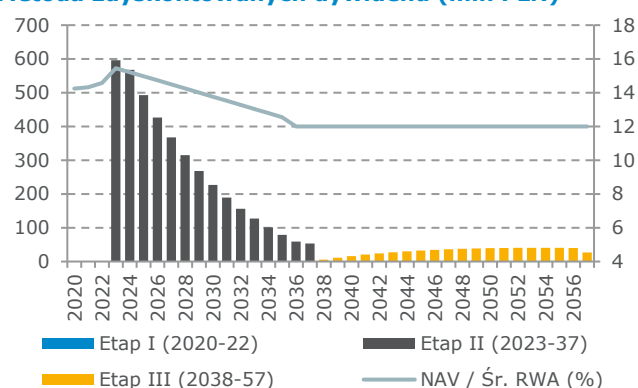
(%)	2020	2021	2022	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	5,5	5,5	5,4	4,5
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	1,6	1,6	1,6	1,2
Koszty / średnie RWA	-3,2	-3,1	-2,9	-2,7
Koszty / dochody	44,4	44,0	41,9	47,8
Saldo rezerw / średnie RWA	-3,4	-2,5	-2,3	-1,9
Efektywna stopa podatkowa	-21,0	-21,0	-21,0	-19,0
Pozostałe / RWA	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2
Wynik netto / średnie RWA	0,5	1,2	1,4	0,9
Aktywa netto / średnie RWA	14,2	14,3	14,6	14,0
Zwrot z aktywów netto	3,2	8,0	9,7	6,2
Wzrost zysku netto	-50,9	161,8	29,9	-8,9
Średnie RWA (mld PLN)	52,1	53,4	56,7	66,6
Wzrost średnich RWA	0,5	2,6	6,2	2,0

*Średnia dla lat 2023-37P

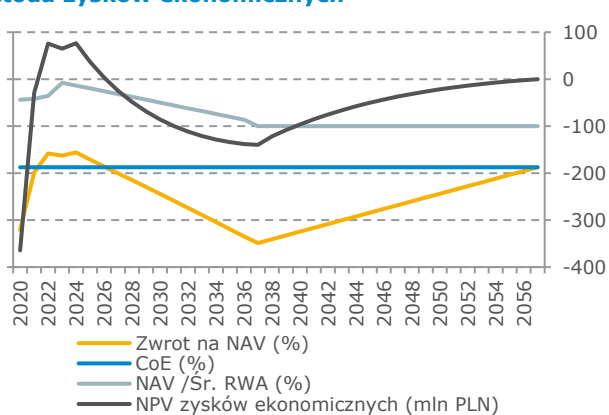
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	43,55
Metoda zysków ekonomicznych	41,81
Średnia wartość godziwa	42,68
Podatek bankowy	-19,44
9M cena docelowa	24,72

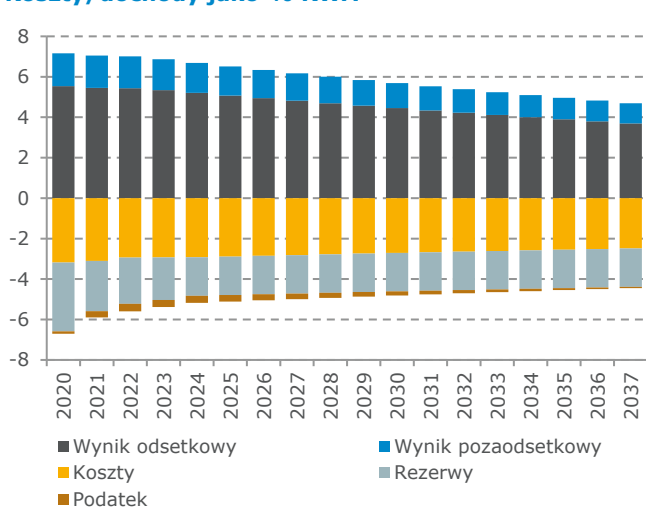
Metoda zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy netto	1 946,0	2 856,1	3 084,5	3 181,4	2 883,2	2 915,6	3 084,8
Wynik prowizyjny	331,1	430,8	710,0	666,6	611,2	610,1	641,9
Wynik handlowy	342,5	344,8	175,8	148,6	104,0	106,1	108,2
Pozostałe przychody	578,1	112,4	127,0	143,5	129,1	135,6	142,4
Przychody pozaodsetkowe	1 251,7	887,9	1 012,8	958,6	844,3	851,7	892,4
Wynik na działalności bankowej	3 197,8	3 744,1	4 097,4	4 140,1	3 727,6	3 767,3	3 977,2
Koszty ogółem	1 618,6	1 939,5	1 846,8	1 975,7	1 656,2	1 659,5	1 666,8
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 579,1	1 804,6	2 250,5	2 164,4	2 071,3	2 107,9	2 310,4
Saldo rezerw	799,9	914,9	1 054,1	1 443,1	1 773,6	1 328,3	1 298,1
Zysk brutto	779,3	889,6	1 196,5	721,3	297,8	779,5	1 012,3
Podatek dochodowy	73,3	217,6	274,9	242,5	62,5	163,7	212,6
Zyski udziałowców mniejszościowych	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	706,1	671,7	921,6	478,8	235,2	615,8	799,7
Podatek bankowy	130,9	200,5	208,2	226,0	213,7	212,9	223,4
Zysk netto	575,2	471,2	713,4	252,8	21,5	402,9	576,3

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Należności od sektora finansowego	2 449,3	1 867,0	2 251,5	1 592,0	2 069,6	2 214,5	2 369,5
Kredyty i pożyczki	46 247,2	51 266,6	54 246,0	55 871,3	52 817,8	54 229,8	57 505,4
Dłużne papiery wartościowe	10 163,1	14 051,7	14 060,8	16 134,2	15 811,5	15 890,5	16 049,4
Aktywa trwale oraz WNiP	1 002,2	1 024,3	1 033,0	1 343,9	1 288,2	1 244,3	1 209,7
Inne aktywa	1 298,6	1 306,4	1 828,7	1 794,4	1 812,4	1 830,5	1 848,8
Aktywa ogółem	61 160,5	69 516,0	73 419,9	76 735,8	73 799,4	75 409,6	78 982,8
Zobowiązania wobec sektora finansowego	428,6	891,6	593,3	822,5	571,0	1 274,2	1 371,3
Depozyty	51 368,7	57 657,0	62 435,6	64 999,3	62 006,9	62 435,6	65 124,4
Wyemitowane papiery wartościowe	298,3	435,9	416,4	436,9	480,5	528,6	581,5
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 164,8	1 915,0	1 918,1	1 794,0	1 803,0	1 812,0	1 821,0
Inne zobowiązania	1 740,2	1 925,5	1 570,6	1 924,1	2 157,5	2 175,6	2 193,9
Kapitały własne	6 158,9	6 689,7	6 485,9	6 759,1	6 780,6	7 183,5	7 890,7
Zyski udziałowców mniejszościowych	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa ogółem	61 160,5	69 516,0	73 419,9	76 735,8	73 799,4	75 409,6	78 982,8

Wskaźniki finansowe

%	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	49,6	10,9	5,8	3,0	-5,5	2,7	6,0
Depozyty	52,6	12,2	8,3	4,1	-4,6	0,7	4,3
Kapitały własne	52,9	13,7	5,6	4,5	-3,8	2,2	4,7
Aktywa	52,9	13,7	5,6	4,5	-3,8	2,2	4,7
Zysk netto	85,8	-18,1	51,4	-64,6	-91,5	1773,3	43,0
Wynik odsetkowy	29,6	46,8	8,0	3,1	-9,4	1,1	5,8
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	90,0	88,9	86,9	86,0	85,2	86,9	88,3
Depozyty / aktywa	84,0	82,9	85,0	84,7	84,0	82,8	82,5
Kredyty / aktywa	75,6	73,7	73,9	72,8	71,6	71,9	72,8
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	10,1	9,6	8,8	8,8	9,2	9,5	10,0
Współczynnik wypłacalności	13,6	15,2	15,8	17,0	17,6	16,7	16,5
Współczynnik Tier 1	11,3	12,1	12,8	14,0	14,6	13,8	13,9
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	9,8	10,8	10,6	10,3	9,9	9,8	9,8
Rezerwy / kredyty brutto	6,2	6,2	7,9	8,9	7,4	7,4	7,4
Rezerwy / NPL	63,0	57,5	74,8	86,3	75,0	75,0	75,0
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	1,9	1,8	1,9	2,4	3,0	2,3	2,2
Zyskowość							
Marża odsetkowa*	4,1	4,6	4,6	4,5	4,1	4,1	4,2
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	3,8	4,4	4,3	4,2	3,8	3,9	4,0
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	2,5	1,4	1,4	1,3	1,1	1,1	1,2
Koszty / średnie aktywa	3,2	3,0	2,6	2,6	2,2	2,2	2,2
Koszty / przychody	50,6	51,8	45,1	47,7	44,4	44,0	41,9
Rezerwy netto / średnie aktywa	1,6	1,4	1,5	1,9	2,4	1,8	1,7
Zysk brutto / średnie aktywa	1,5	1,4	1,7	1,0	0,4	1,0	1,3
Efektywna stopa podatkowa	9,4	24,5	23,0	33,6	21,0	21,0	21,0
ROA	1,1	0,7	1,0	0,3	0,0	0,5	0,7
ROE	11,9	7,3	10,8	3,8	0,3	5,8	7,6
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3
Średnia liczba akcji (mln)	101,0	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3
EPS (PLN)	5,7	3,6	5,5	2,0	0,2	3,1	4,5
BVPS (PLN)	47,6	51,8	50,2	52,3	52,5	55,6	61,0
P/E (x)	2,3	3,6	2,4	6,6	78,1	4,2	2,9
P/BV (x)	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

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 księgową
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 księgową) – 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

Rekomendacja Biura 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 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”), które 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. 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 stanowił 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 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów 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 30 marca 2020 o godzinie 08:35. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 marca 2020 o godzinie 08:35.

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.

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 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) – wyliczona 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 spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-08-02	2019-06-26	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	39,69	39,69	39,50	47,17	47,17	40,92
kurs z dnia rekomendacji	33,10	36,00	34,99	39,34	42,20	37,78

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-12-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-05-30
cena docelowa (PLN)	115,20	119,75	121,00	121,00
kurs z dnia rekomendacji	96,34	99,88	112,95	103,75

Santander Bank Polska

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-07-12	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	287,90	265,50	276,55	276,55	337,00	337,00	377,27
kurs z dnia rekomendacji	304,00	279,00	317,40	286,00	319,60	357,20	365,20

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-02-04	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03
cena docelowa (PLN)	170,00	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	202,00	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50

Millennium

rekomendacja	trzymaj	redukuj	trzymaj	sprzedaj	redukuj	kupuj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02
cena docelowa (PLN)	5,47	5,47	5,47	5,18	5,18	10,00
kurs z dnia rekomendacji	5,06	5,91	5,49	6,40	5,48	7,51

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-02-27	2019-12-05	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-21	2019-05-09	2019-03-05
cena docelowa (PLN)	63,46	57,44	59,45	61,00	61,00	65,50	65,50
kurs z dnia rekomendacji	55,90	51,70	53,60	53,70	52,40	52,80	65,90

Alior Bank

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-02-21	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03
cena docelowa (PLN)	30,50	31,00	72,30	77,00
kurs z dnia rekomendacji	26,62	29,34	51,10	52,80

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

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
banki, 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

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

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