

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

Naszemu zdecydowanemu 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.

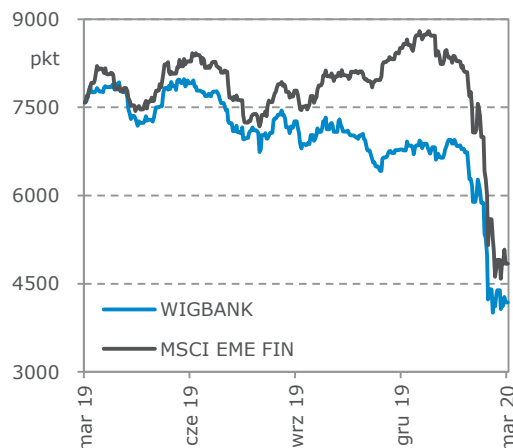
Prezentujemy też czarny scenariusz

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 cofnąłaby 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

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

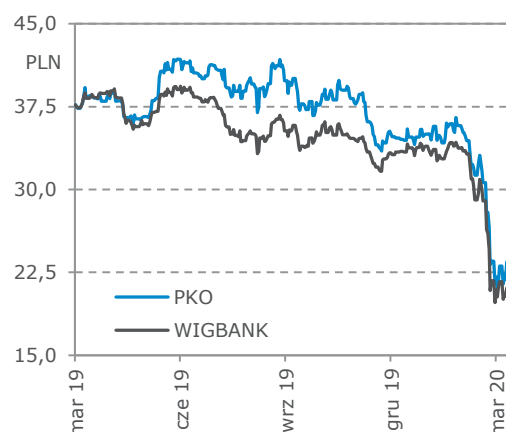
Struktura akcjonariatu

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

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

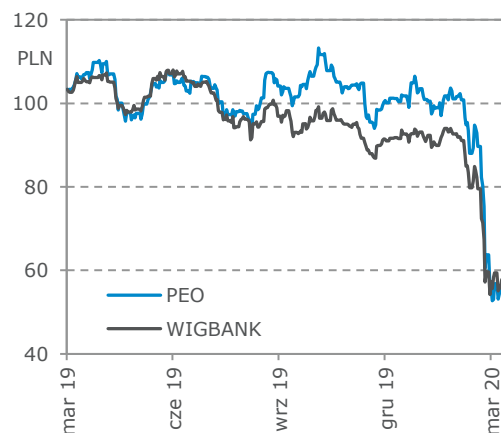
Struktura akcjonariatu

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

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 synergije 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

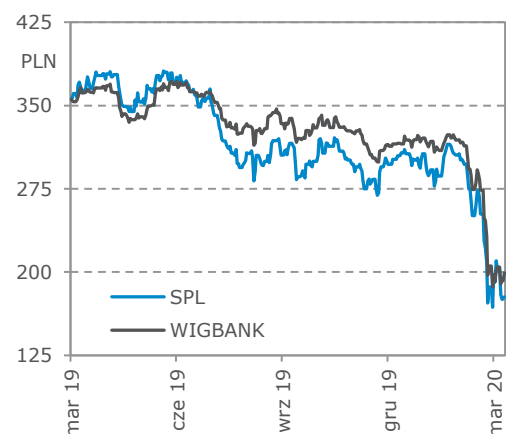
Struktura akcjonariatu

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

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

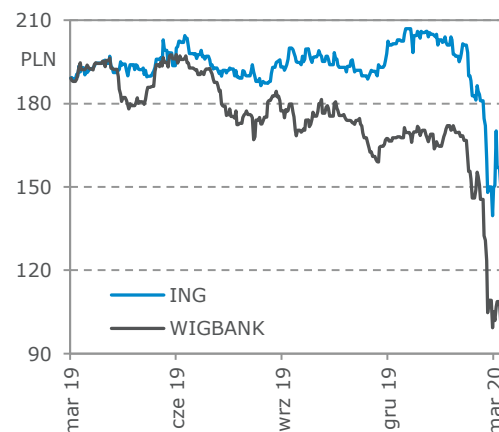
Struktura akcjonariatu

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

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

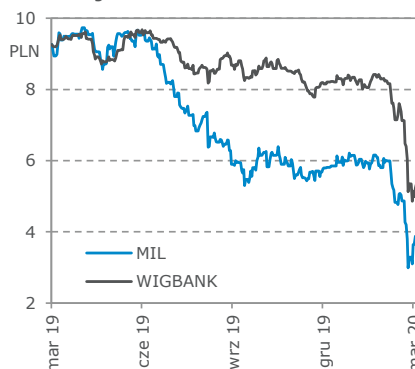
Struktura akcjonariatu

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

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%. Choć nasz 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

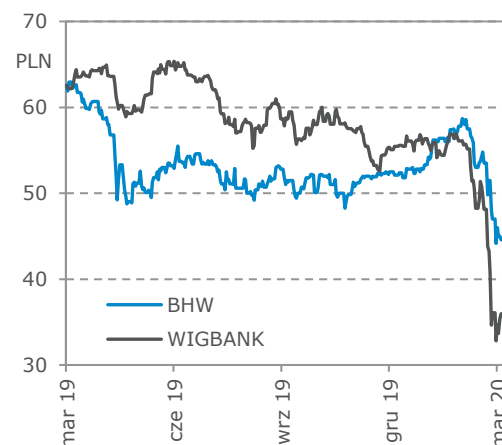
Struktura akcjonariatu

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

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. Finalnie 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

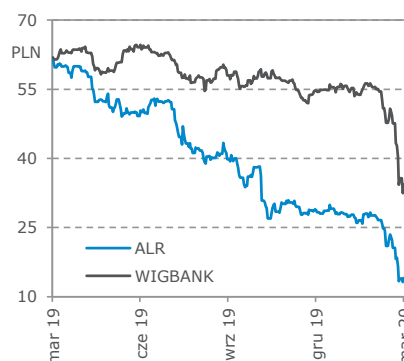
Struktura akcjonariatu

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje 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 autorom prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które 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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące 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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

Piotr 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