

środa, 27 maja 2020 | komentarz specjalny

Banki – Obstawiamy brak obniżek stóp procentowych

Banki, Polska

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

Uważamy, że na najbliższym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej NBP (28 maja) nie zapadnie decyzja o kolejnym cięciu stóp procentowych. Brak zmian będzie miał pozytywny wpływ na sentyment do polskiego sektora bankowego ponieważ obecnie rynek oczekuje cięcia stóp na poziomie 25 p.b. W niniejszym komentarzu przedstawiamy także historię wyników głosowań RPP oraz podsumowanie ostatnich wypowiedzi jej członków, z których wynika, że w Radzie przeważają opinie o wstrzymaniu dalszych cięć, nawet u „gołębich” reprezentantów rady. Problemem dla naszych założeń może być brak opublikowanych założeń makroekonomicznych NBP, które zostaną przedstawione dopiero w lipcu br. Ewentualne negatywne odchylenie gospodarki od prognoz NBP mogłoby spowodować presję na dalsze obniżki, chociaż ostatnie wypowiedzi członków wskazują na już dość konserwatywne podejście do recesji. Zwracamy również uwagę, że luzowanie polityki w regionie CEE nadal nie zakończyło się i jest oczekiwane zarówno w Czechach, jak i na Węgrzech. Niemniej jednak, brak oficjalnych założeń i faza monitoringu gospodarki nie powinny wymusić na Radzie kolejnego cięcia również na posiedzeniach 2-3 czerwca oraz 16 czerwca. Uważamy, że brak obniżek stóp na kolejnych trzech posiedzeniach oraz coraz lepsze perspektywy dla kosztu ryzyka (pisaaliśmy o tym w komentarzu specjalnym 25 maja) powinny znacząco wspierać sentyment do indeksu WIBOR Banki, który od początku roku i kryzysu zachowuje się zdecydowanie gorzej od indeksu WIG (-43% YTD banki vs. -18% YTD szeroki rynek).

Terminy posiedzeń RPP w 2020 roku

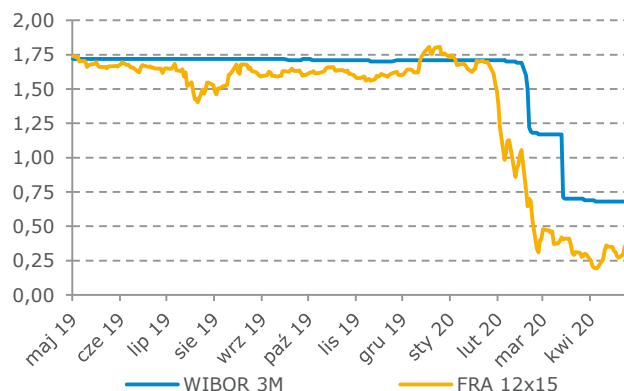
Miesiąc	posiedzenia decyzyjne dwudniowe	posiedzenia jednodniowe
maj	28 maja**	-
czerwiec	2-3 czerwca	16 czerwca
lipiec	7-8 lipca	-
sierpień	-	18 sierpnia
wrzesień	8-9 września	22 września
październik	6-7 października	20 października
listopad	3-4 listopada	17 listopada
grudzień	1-2 grudnia	15 grudnia

Źródło: NBP, mBank; **posiedzenie jednodniowe

Rynek cały czas obstawia obniżki

Zarówno obniżka marcowa, jak i kwietniowa były prawidłowo przewidziane przez rynek, o czym może świadczyć zachowania kontraktów FRA, które z wyprzedzeniem kwotowały niższy WIBOR 3M, a co za tym idzie obniżkę stóp procentowych. Przed obecnym posiedzeniem jesteśmy w podobnej sytuacji – notowania kontraktów FRA cały czas znajdują się poniżej WIBOR 3M, co sugeruje oczekiwaną obniżkę w wysokości 25 p.b.

WIBOR 3M na tle kontraktu FRA 12x15



Źródło: Bloomberg, mBank

Liczba szabel przemawia za brakiem obniżek

Ostatnie medialne wypowiedzi członków RPP wskazują, że pomimo tego co wycenia rynek, obniżek na majowym posiedzeniu nie będzie. Największą zmianę w podejściu dostrzegamy niewątpliwie w wypowiedziach Eryka Łona i Grażyny Ancyparowicz, którzy do tej pory byli zwolennikami obniżania stóp procentowych. Poniżej przedstawiamy fragmenty najświeższych wypowiedzi członków RPP nt. poziomu stóp procentowych:

- J. Kropiwnicki** – 20.05 w wypowiedzi dla PAP Biznes powiedział, że RPP powinna powoli podnosić stopy procentowe, lecz jeszcze nie na najbliższym posiedzeniu, do poziomu sprzed obniżek, żeby chronić przed inflacją.
- E. Łon** – 18.05 w felietonie dla Radia Maryja napisał, że stopy procentowe powinny zostać utrzymane na obecnym, niskim poziomie dłużej niż przez najbliższy rok.
- G. Ancyparowicz** – 18.05 w wypowiedzi dla Reuters powiedziała, że nie wyklucza dalszych obniżek stóp procentowych w tym roku, ale raczej nie stanie się to na najbliższym posiedzeniu i jeżeli taka decyzja będzie podjęta to raczej w drugiej połowie roku.
- Ł. Hardt** – 12.05 w trakcie debaty online zorganizowanej przez Instytut Sobieskiego powiedział, że RPP nie powinna ciąć stóp o 100 p.b., a wystarczyłaby mniejsza obniżka. Co więcej, RPP nie powinna podejmować w najbliższym czasie pochopnych działań, tylko obserwować efekty podjętych już decyzji.
- K. Zubelewicz** – 06.05 w wypowiedzi dla DGP powiedział, że obniżki stóp nie były potrzebne, gdyż osłabiły zaufanie Polaków do rodzimej waluty. Dodatkowo zwrócił uwagę na wzrost ryzyka długoterminowego wzrostu inflacji.
- J. Żyżyński** – 15.04 w wypowiedzi dla PAP Biznes powiedział, że obecnie działania RPP są raczej wystarczające i będzie postulował o powrót stóp na dawne poziomy. Przestrzeń do dalszego cięcia stóp procentowych jest niewielka i jest on zwolennikiem posiadania bufora w polityce monetarnej. Dalsze obniżki stóp byłyby możliwe, gdyby gospodarka „nie odbijała”, pomimo wdrażanej do tej pory stymulacji.
- C. Kochalski** – 14.04 w wypowiedzi dla PAP Biznes powiedział, że w obecnej sytuacji bank centralny powinien utrzymywać niskie stopy procentowe i działać niestandardowo. Przestrzeń do dalszego cięcia stóp jest coraz mniejsza, a podawanie przez RPP „forward guidance” już teraz mogłoby ograniczyć elastyczność działania.

Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków RPP oraz dotychczasowe stanowisko E. Gatnara, który jeszcze w styczniu popierał wniosek podnoszący stopy, uważamy że stopy na majowym posiedzeniu nie zostaną obniżone, a ewentualny wniosek ws. dalszej obniżki stóp zostanie odrzucony stosunkiem co najmniej 6:4.

Wykres z rozkładem głosów z ostatnich posiedzeń RPP



Źródło: NBP, mBank

*na posiedzeniach 5 lutego i 17 marca RPP była w niepełnym składzie

Brak cięcia ulgą dla banków

Pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie byłoby dobrym sygnałem dla banków. Jak wspominaliśmy w naszym niedawnym komentarzu specjalnym dotyczącym kosztów ryzyka (25 maja), dostrzegamy rosnący konserwatyzm naszych prognoz jeżeli chodzi o saldo rezerw, ale jednocześnie obawiamy się o stronę przychodową sektora.

Przypominamy, że w naszym negatywnym scenariuszu, który zakłada między innymi obniżkę stopy referencyjnej do 0%, tylko Pekao i Santander pozostałyby z pozytywną rekomendacją, a w pozostałych przypadkach widzielibyśmy potencjał do spadku kursów. Brak presji na wynik odsetkowy ze strony polityki monetarnej mógłby zostać potraktowany jako pozytywny sygnał, który mógłby zredukować chociaż część niepewności na tym polu. Przy takim scenariuszu spodziewalibyśmy się częściowego odreagowania kursów, zwłaszcza banków, które najsilniej odczułyby ewentualne cięcie, czyli Alior i Millennium.

Ceny docelowe dla poszczególnych banków w scenariuszach bazowym oraz pesymistycznym

(PLN)	Scenariusz	
	bazowy	pesymistyczny
Alior	21,00	8,07
Handlowy	39,86	31,40
ING	114,14	92,87
Millennium	3,38	1,99
Pekao	77,70	71,88
PKO	24,85	18,46
Santander	194,52	169,73

Źródło: mBank

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

PRZEWAGAŻENIE (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
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio 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.

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Przemyśl, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawipol, Rubicon Partners NFT, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Hello SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA Dom Maklerski, Pfeiderer Group, Primetech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

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



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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl