Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Biurze maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mdm.pl

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

Banki

Polska

Nie taki diabeł straszny

Utrzymujemy nasze pozytywne pozycjonowanie do sektora. Uważamy, że końcówka roku jak i 2021 rok będą stały pod znakiem rotacji w kierunku spółek cyklicznych, a w tym do sektora bankowego. Sentyment wspierany będzie przez znaczące odbicie wyników banków na świecie, przywrócone dywidendy oraz rynek fuzji i przejęć. Chociaż wyniki polskiego sektora bankowego mogą zanotować niższą dynamikę w kolejnych latach niż te z regionu CEE to uważamy, że obecny poziom wyceny nadal stwarza okazje inwestycyjne. Polski sektor bankowy wkraczał w 2020 roku z wyceną na poziomie 1,0x P/BV, aby spaść do 0,5x P/BV w najniższym punkcie roku. Uważamy, że presja na wycenę spowodowana była głównie obawami o wpływ spowolnienia gospodarczego na jakość aktywów ale także wpływ niskiego środowiska stóp procentowych na przyszłe wyniki sektora. W 3Q'20 oczyszczony koszt ryzyka o rezerwy na COVID-19 i franki znalazł się na poziomie 58 p.b. czyli poniżej 77 p.b. notowanych w 3Q'19 roku, co jest dość zaskakujące. Obecnie prognozujemy, że zysk netto sektora bankowego w Polsce wzrośnie o 10% w 2021 roku ze względu na spadek kosztu ryzyka oraz wyższe niż oczekiwane przychody podstawowe i w naszych oczekiwaniach jesteśmy ~20% powyżej konsensusu (także na 2021 rok). Uaktualniamy także nasze założenia odnośnie strat generowanych przez pozwy na kredyty CHF. Obecnie oczekujemy 46 mld PLN strat dla sektora z czego 30 mld dla analizowanych przez nas banków. Jednocześnie należy nadmienić, że suma kapitałów nadwyżkowych wynosi 56 mld PLN co pozwala wszystkim (oprócz Millennium) przyjąć jednorazowy odpis na kredyty CHF. Obecnie na 2021 rok wyceniamy polski sektor bankowy na 0,8x P/BV przy średnim ROE na poziomie około 7%. Uważamy, że poprawa wyników, wznowione dywidendy, rynek M&A oraz zarządzalny problem z kredytami CHF powinny pozwolić polskiemu sektorowi zamknąć lukę waluacyjną. Naszym top-pick pośród dużych polskich banków pozostaje Pekao, a wśród mniejszych BNP PL.

Banki zgromadziły dużo kapitału nadwyżkowego

Szacujemy, że analizowane przez nas banki posiadają obecnie około 56 mld PLN kapitałów nadwyżkowych ponad wymagane przez KNF minimum. Chociaż wypłata ich stoi pod znakiem zapytania w 2021 roku to uważamy, że stanowią idealny bufor dla ryzyka prawnego związanego z CHF. Obecnie szacujemy, że łączny odpis dla spraw CHF dla analizowanych przez nas banków wyniesie około 30 mld PLN, co przy jednorazowym ich ujęciu nadal pozostawia banki w bezpiecznej pozycji kapitałowej (wyjątkiem Millennium). Szacujemy, że skorygowane ROE o kapitały nadwyżkowe równe jest 9% w 2021 i 2022 roku. Przy braku jednorazowych odpisów na CHF, nadwyżkowe kapitały powinny trafić do akcjonariuszy w formie dywidend.

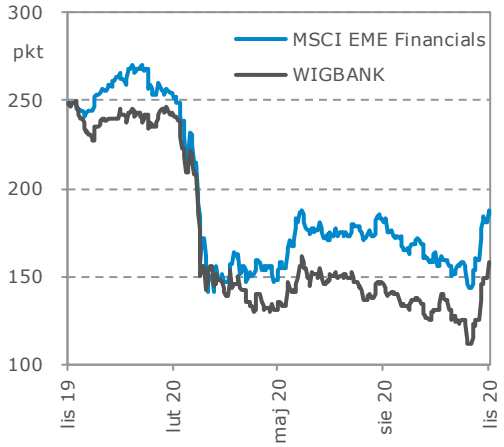
Wyceny na bardzo atrakcyjnym poziomie

WIG Banki jest notowany na 0,7x P/BV i uważamy, że jest to okazja inwestycyjna. Sektor wspierany będzie przez poprawę wyników, powrót dywidend i globalną konsolidację rynku. Pomimo ostatnich wzrostów uważamy, że rotacja w spółki cykliczne będzie trwać a obecny poziom wycen rynkowych dla PEO, PKO, SPL i BNP stanowi nadal atrakcyjny punkt wejścia.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	20P	21P	22P	20P	21P	22P	20P	21P	22P
PKO	12,0	11,4	15,5	0,8	0,7	0,7	6,6	6,6	4,7
PEO	11,7	9,2	7,8	0,6	0,6	0,6	5,4	6,5	7,4
SPL	13,5	13,0	11,3	0,7	0,6	0,6	5,1	5,0	5,4
ING	14,4	15,1	13,8	1,2	1,2	1,1	8,9	8,1	8,5
BNP	9,5	7,6	6,5	0,6	0,5	0,5	6,1	7,0	7,5
MIL	14,2	-	-	0,4	0,4	0,4	2,8	-	-
BHW	15,5	15,0	11,8	0,6	0,6	0,6	4,1	4,2	5,2
ALR	-	10,1	5,8	0,4	0,3	0,3	-	3,4	5,7

WIG-Banki	4 487
MSCI EME Financials	188
2021P P/E	8,9x
2021P P/BV	0,7x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	32,40	22,58	kupuj	akumuluj
PEO	75,93	68,90	kupuj	kupuj
SPL	238,14	179,37	kupuj	kupuj
ING	143,10	117,78	redukuj	trzymaj
BNP	64,45	-	kupuj	-
MIL	2,88	3,72	trzymaj	kupuj
BHW	36,45	37,64	trzymaj	kupuj
ALR	18,78	14,98	akumuluj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	27,23	32,40	+19,0%
PEO	57,94	75,93	+31,0%
SPL	175,20	238,14	+35,9%
ING	155,20	143,10	-7,8%
BNP	46,40	64,45	+38,9%
MIL	2,93	2,88	-1,7%
BHW	35,60	36,45	+2,4%
ALR	17,50	18,78	+7,3%

Analitycy:

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

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

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

PKO BP: kupuj (podwyższona)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Mistrz wagi ciężkiej

Mimo trudnego otoczenia, PKO BP pokazuje dobre wyniki, zachowując konserwatywną postawę. W efekcie podwyższamy nasze prognozy na 2020 i 2021 rok o 55% i 22% odpowiednio, ale obniżamy o 29% na 2022 rok. Podwyżki wynikają z poprawy wyniku na większości linii, tzn. wyższych przychodów, ale niższych kosztów działania i kosztów ryzyka. Obniżka prognoz na 2022 r. to efekt rewizji naszego podejścia do odpisów na kredyty CHF w PKO. Po stronie przychodowej bank coraz bardziej zaczyna nam przypominać rosyjski Sberbank, który dzięki budowie ekosystemu usług i produktów uwolnił potencjał wyniku prowizyjnego. Uważamy że PKO BP jest na dobrej drodze do osiągniecia podobnych efektów (np. leasing konsumencki samochodów, chmura danych czy własne ubezpieczenia). Do tej pory bank nie wskazywał na żadne problemy związane z jakością portfela, co zobrazowane jest przez skorygowany koszt ryzyka na poziomie 60 p.b. w 3Q'20, ale jednocześnie zawiązał 428 mln PLN rezerw związanych z COVID-19, które będą mogły być wykorzystane w 2021 roku. W efekcie oczekujemy spadku kosztów ryzyka w 2021 roku do poziomu 75 p.b. z 89 p.b. w 2020 roku. Obecnie największą niewiadomą dla PKO BP pozostają odpisy na kredyty CHF. W naszych założeniach zakładamy homogeniczność portfela CHF, traktując kredyty indeksowane i denominowane równorzędnie, co może stanowić znaczący upside dla naszych przyszłych prognoz. Zwracamy uwagę, że kapitały nadwyżkowe banku pozwalają naszym zdaniem na zmierzenie się z odpisami CHF w sposób jednorazowy i co ważne pozostawić wskaźniki wypłacalności znacząco powyżej minimów KNF. Jednorazowy odpis skokowo poprawiłby także rentowność banku (>11% ROE), a co za tym idzie zdolność PKO BP do generowania przyszłych dywidend. Biorąc pod uwagę lepsze od oczekiwań wyniki, jeden z najbardziej rozwiniętych ekosystemów bankowych w polskim sektorze, potencjał do dywidend oraz kapitały nadwyżkowe (16 mld PLN), uważamy że PKO BP zasługuje na ponowny re-rating z fair wyceną na poziomie 0,9x P/BV, co implikuje rekomendację kupuj.

Prowizyjny z szansą na nabranie rozpędu

Największa baza klientów, digitalizacja oraz budowa ekosystemu usług powinny zaprocentować wzrostem wyniku prowizyjnego. Obecnie prognozujemy 3-letni CAGR wyniku na poziomie 11%, ale jeśli PKO BP zbliżyłoby się do Sberbanku w generowaniu wyniku to potencjał ten wzrasta aż do +56%.

Upside w założeniach CHF

Łącznie odpisy na kredyty CHF w PKO szacujemy na 10,4 mld PLN, z czego 980 mln PLN zostało już zawiązane, a 790 mln PLN zachowanych jest w buforze CHF. Zwracamy jednak uwagę, że 90% portfela frankowego PKO BP to kredyty denominowane, które ostatecznie mogą okazać się mniej ryzykowane z punktu widzenia banku od kredytów indeksowanych, dlatego widzimy ewentualny upside do naszej wyceny.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	9 353,0	10 279,0	10 178,7	10 266,5	10 585,9
Wynik pozaodsetkowy	4 307,0	4 759,0	4 308,3	4 516,8	4 690,9
Koszty ogółem	6 218,0	6 516,0	6 346,6	6 356,2	6 488,0
Zysk operacyjny*	7 442,0	8 522,0	8 140,4	8 427,1	8 788,8
Zysk netto	3 741,0	4 031,0	2 836,4	2 987,3	2 190,8
Koszty/przychody (%)	45,5	43,3	43,8	43,0	42,5
ROE (%)	9,9	10,0	6,6	6,6	4,7
P/E (x)	9,1	8,4	12,0	11,4	15,5
P/BV (x)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
DPS	0,55	1,33	0,00	1,13	1,19
Stopa dywidendy (%)	2,0	4,9	0,0	4,2	4,4

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	27,23 PLN
Cena docelowa	32,40 PLN
Kapitalizacja	34,0 mld PLN
Free float	24,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	134,0 mln PLN

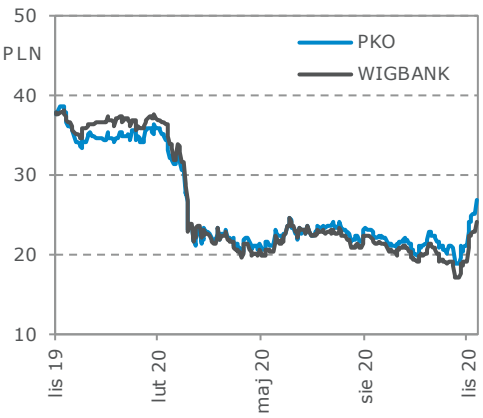
Struktura akcjonariatu

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 ponadprzeciętnym 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	32,40	22,58	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO BP	27,23	32,40	+19,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	+1,5%	+3,3%	+0,0%
Zysk brutto	+43,3%	+23,1%	-8,7%
Zysk netto	+55,0%	+21,7%	-29,1%

Analitycy:

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

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

mBank Biuro maklerskie

mBank.pl

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | Banki, Polska

Nadal narzeczona, ale już nie kryzysowa

Pozostawiamy nasze prognozy na praktycznie niezmienionym poziomie na 2020 rok, ale podwyższamy o +14,6% na 2021 rok. Nasze prognozy zawierają nową estymację strat związanych z kredytami CHF i ich wpływu na efektywną stawkę podatkową oraz wyższe koszty BFG, zarówno po stronie gwarancji depozytów jak i kosztów przymusowej restrukturyzacji. To co pozytywnie zaskakuje w obecnym roku to jakość aktywów, ze wskaźnikiem NPL wyższym o zaledwie 20 p.b. od początku roku i skorygowanym kosztem ryzyka na koniec 3Q'20 na poziomie zaledwie 29 p.b. Wysoka jakość aktywów nie przeszkodziła Pekao w konserwatywnym podejściu do tzw. rezerw na COVID-19, które nominalnie są najwyższe pośród analizowanych przez nas banków i jedne z najwyższych w ujęciu do portfela brutto (46 p.b.). Uważamy, że ten bufor pozwoli na zmitygowanie echa recesji w Polsce, a w optymistycznym scenariuszu nawet na rozwiązanie części rezerw w 2021 roku, czego obecnie nie prognozujemy. W efekcie oczekujemy, że koszt ryzyka Pekao spadnie z 95 p.b. w 2020 roku do 66 p.b. w 2021 i 49 p.b. w 2022 roku. Pekao cały czas ma przestrzeń na optymalizację kosztową, a zapowiadane zwolnienia grupowe, na które, bank zawiązał rezerwy w 1Q'20 powinny w tym pomóc. Uważamy, że portfel kredytów frankowych nie powinien zbytnio obciążać wyniku banku, co pozwoli na stopniową odbudowę ROE, pomimo dużego nadwyżkowego kapitału. Uważamy, że rozwiązaniem problemu nadwyżki kapitału byłaby wypłata niepodzielonego zysku z lat ubiegłych od 2022 lub akwizycja (cały czas wskazujemy na Alior Bank, jako potencjalny cel). Finalnie zwracamy uwagę na DY, który pomimo brak zysku niepodzielonego, prezentuje się bardzo atrakcyjnie na poziomie 4% w 2021 i 11% w 2022 roku. Biorąc pod uwagę powyższe, uważamy, że bank zasługuje na wycenę P/BV na poziomie 0,7x, vs 0,5x obecnie. Nasza rekomendacja to kupuj, a Pekao pozostaje naszym top-pick w sektorze.

Portfel CHF mało istotny

Z punktu widzenia naszych założeń odnośnie strat związanych z ryzykiem prawnym kredytów frankowych, negatywny wpływ portfela CHF na wycenę banku jest w zasadzie pomijalny (1,46 PLN). Zwracamy uwagę na charakterystykę tego portfela: jest stosunkowo niewielki (2,9 mld PLN brutto), powstał do połowy 2006 roku, składa się w 99% z kredytów denominowanych.

Co zrobić z nadwyżką kapitałową?

Na koniec 3Q'20 Pekao miał 10,2 mld PLN nadwyżki ponad wymogi KNF na TCR, przy podwyższeniu z powrotem buforu ryzyka systemowego byłoby to nadal 6,1 mld PLN. Zakładamy, że w 2021 bank wypłaci dywidendę wysokości 2,49 PLN, cały czas jednak uważamy, że najlepszym pomysłem na użycie nadmiaru kapitału byłoby przejęcie Aliora. W wyniku fuzji powstałby drugi największy bank w Polsce, bez problemu frankowego, a część kosztów postakwizycyjnych dałoby się sfinansować za pomocą badwillu.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	4 994,0	5 468,0	5 221,7	5 017,6	5 208,3
Wynik pozaodsetkowy	2 836,2	2 836,1	2 667,4	2 857,9	2 988,2
Koszty ogółem	3 709,8	3 991,8	3 869,6	3 775,1	3 821,7
Zysk operacyjny*	4 120,4	4 312,4	4 019,5	4 100,4	4 374,8
Zysk netto	2 287,2	2 165,0	1 305,1	1 649,5	1 952,2
Koszty/przychody (%)	48,3	48,6	49,7	48,6	47,3
ROE (%)	9,9	9,4	5,4	6,5	7,4
P/E (x)	6,6	7,0	11,7	9,2	7,8
P/BV (x)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS	7,90	6,60	0,00	2,49	6,28
Stopa dywidendy (%)	13,6	11,4	0,0	4,3	10,8

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	57,94 PLN
Cena docelowa	75,93 PLN
Kapitalizacja	14,5 mld PLN
Free float	9,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	93,1 mln PLN

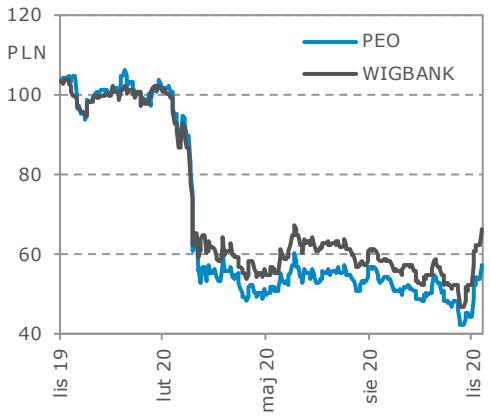
Struktura akcjonariatu

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	75,93	68,90	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Pekao	57,94	75,93	+31,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	+1,9%	+3,7%	-0,3%
Zysk brutto	+4,7%	+16,4%	+0,9%
Zysk netto	-1,2%	+14,6%	-6,5%

Analitycy:

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

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

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: kupuj (podtrzymana)

SPL PW; SPL1.WA | Banki, Polska

Kapitał przykrywa problem frankowy

Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Santander Bank Polska, ale podwyższamy wycenę do 238,14 PLN na akcję. Santander zaskoczył nas wynikami w 2020 roku, szczególnie po stronie salda rezerw. W samym 3Q'20 bank pokazał o 57% wyższy od konsensusu wynik netto, zaś oczyszczony koszt ryzyka o rezerwy ECL czy sprawy CHF wyniósł 96 p.b., czyli +4 p.b. R/R. Oznacza to, że pomimo wychodzenia klientów z moratoriów kredytowych jakość aktywów pozostaje na satysfakcjonującym poziomie (+50 p.b. R/R). Zarząd dodatkowo potwierdził, że bank najprawdopodobniej zanotował najniższy poziom wyniku odsetkowego, co powinno zwiastować stopniowe odbicie wyników. Finalnie zwracamy uwagę, że pomimo recesji Santander Bank Polska zanotował najwyższy w historii wynik prowizyjny. Uważamy, że największym problemem Santander Bank Polska pozostają kredyty frankowe, na które prognozujemy rezerwy w wysokości 4,8 mld PLN. Nasza prognoza odpisów związanych z kredytami CHF nie ulega znaczącej zmianie chociaż zakładamy obecnie ich przyspieszenie oraz brak tarczy podatkowej. Należy jednak zauważyć, że obecny kapitał nadwyżkowy banku wynosi aż 10 mld PLN co spokojnie pozwala na jednorazowe zaksięgowanie straty i nadal pozostawi bank ze znaczącymi środkami ponad minimum. Jednorazowe zdjęcie ryzyka frankowego spowodowałoby skokowy wzrost rentowności banku do ponad 10% (ROE). W związku z realnym ryzykiem frankowym w naszych prognozach rezygnujemy z dodatkowych dywidend z kapitału nadwyżkowego w najbliższych dwóch latach. Uważamy, że rosnący kapitał nadwyżkowy oraz lepsze od oczekiwań wyniki pozwalają oczekiwać, że bank powróci w okolice wyceny notowanej pod koniec 2019 roku.

Kapitał nadwyżkowy zaskakuje

Kapitał nadwyżkowy Santander Bank Polska na koniec 3Q'20 to 10,44 mld PLN. Zakładając wzrost bufora ryzyka systemowego do poziomu z przed kryzysu, czyli o 3 p.p. kapitał nadwyżkowy wynosi 6,22 mld PLN. Santander w przeszłości wypłacał zysk niepodzielony akcjonariuszom, ale uważamy, że od 2021 roku może to być utrudnione ze względu na podejście NBP oraz coraz gorsze orzecznictwo sądów w sprawie kredytów frankowych. Korygując kapitał w 2022 roku o cały odpis na kredyty CHF (4,8 mld PLN) oraz o odpis z nimi związany w RZiS to ROE Santandera wyniosłoby ponad 10% (5% obecnie). Jeżeli bank nie zaksięguje jednorazowej straty związanej z kredytami CHF to oczekujemy, że w przyszłości wypłaci ten kapitał akcjonariuszom.

Wskaźnik kosztów będzie spadać

Od dwóch lat wskaźnik kosztów do dochodów Santander Bank Polska oscylował na poziomie około 46%. Chociaż wskaźnik ten prezentuje się lepiej w porównaniu do sektora 54% to Zarząd zgodnie z globalną polityką Santandera ogłosił zwolnienia grupowe, które obejmą 2 000 pracowników do 2022 roku. Na zasadzie analogii do zwolnień grupowych Pekao szacujemy, że efekt synergii kosztowych wyniesie pomiędzy 150-200 mln PLN. Oczekujemy, że wskaźnik C/I w 2022 spadnie do 41%.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	5 742,4	6 580,2	5 901,8	5 859,6	6 216,1
Wynik pozaodsetkowy	2 553,7	2 904,3	2 656,5	2 894,2	3 057,3
Koszty ogółem	3 769,0	4 339,7	3 963,2	3 977,2	3 806,7
Zysk operacyjny*	4 527,2	5 144,8	4 595,2	4 776,6	5 466,6
Zysk netto	2 363,4	2 138,3	1 328,5	1 378,7	1 579,1
Koszty/przychody (%)	45,4	45,8	46,3	45,4	41,1
ROE (%)	10,1	8,5	5,1	5,0	5,4
P/E (x)	7,5	8,4	13,5	13,0	11,3
P/BV (x)	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
DPS	3,10	19,72	0,00	3,25	3,38
Stopa dywidendy (%)	1,8	11,3	0,0	1,9	1,9

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	175,20 PLN
Cena docelowa	238,14 PLN
Kapitalizacja	17,4 mld PLN
Free float	5,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	22,6 mln PLN

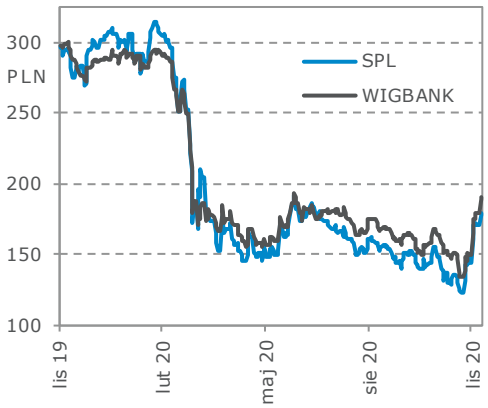
Struktura akcjonariatu

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, Santandera, 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	238,14	179,37	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Santander	175,20	238,14	+35,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	-2,7%	-0,8%	-1,9%
Zysk brutto	+22,8%	+8,2%	-0,9%
Zysk netto	+48,2%	+11,2%	-8,7%

Analitycy:

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

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

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

ING BSK: redukuj (obniżona)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Znowu zbyt drogi

Nasze prognozy zostały podwyższone o 56%-5% na lata 2020/22. Podwyżkę przypisujemy lepszemu od oczekiwań zachowaniu wyniku odsetkowego oraz do niższego salda rezerw, podnosimy również nasze oczekiwania dotyczące wyniku prowizyjnego. Wbrew naszym oczekiwaniom z wiosny, portfel kredytów korporacyjnych utrzymuje wysoką jakość, a jednocześnie bank odłożył już sporo niezalokowanych rezerw na psucie się portfela z tytułu COVID-19. Zwracamy uwagę, że ING, w przeciwieństwie do innych banków, nie wprowadził silnej dyscypliny kosztowej, co zostawia przestrzeń do poprawy w tym elemencie na przyszłość. Wskaźniki wypłacalności znajdują się na rekordowych poziomach dlatego zakładamy, że ING w 2021 roku podzieli się 50% zysku z 2020 roku, co przełoży się na DPS w wysokości 5,40 PLN. ING BSK wykazuje nadal ponadprzeciętną rentowność w Polskim sektorze bankowym (osiąga koszt kapitału), a portfel CHF nie stanowi zagrożenia dla przyszłych wyników, dlatego też wyceniamy bank na wskaźniku P/BV 1,1x, co oznacza najwyższą wycenę wśród polskich banków. Niemniej jednak, pomimo podwyższonych prognoz oraz ponadprzeciętnej rentowności uważamy, że wyższą wycenę trudno uzasadnić w obliczu wyceny sektora w regionie CEE. Z tego powodu nasza rekomendacja dla ING BSK została obniżona do redukuj.

Oczekujemy niższych kosztów ryzyka

Wiosną mogliśmy jedynie spekulować na temat tego jak zachowa się portfel kredytów w ING. Do tej pory wskaźnik NPL wzrósł zaledwie o 1.2 p.p., a skorygowane o rezerwy na COVID-19 oraz CHF nie odbiegały od rezerw z poprzednich lat. Jednocześnie bank utworzył 436 mln PLN rezerw na COVID-19, które stanowią poduszkę na oczekiwane straty kredytowe w przyszłości. Dlatego też obniżyliśmy nasze oczekiwania odnośnie CoR do 77/67/53 p.b. odpowiednio w 2020/21/22 roku.

Franki to nie problem

Sentyment związany z CHF nie powinien ciążyć notowaniom ING. Pod względem obrezerwowania portfela CHF bank jest rynkowym rekordzistą (zbliża się do 10%), a jednocześnie sam portfel nie jest istotny z punktu widzenia bilansu banku. Nasze założenia odnośnie rezerw frankowych w latach 2021-29 zawiązywanych przez ING implikują spadek ceny docelowej o 1,48 PLN – jest to więc wartość pomijalna z punktu widzenia długookresowej wyceny banku.

Nadwyżka i dywidenda

Bank może się pochwalić dużą nadwyżka kapitałową, na koniec 3Q było to około 6,6 mld PLN na TCR, nawet gdyby bufor ryzyka systemowego powrócił na poziomie 3%, to nadal byłoby to 4% nadwyżki ponad minima regulacyjne. Z tego powodu prognozujemy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 50% w najbliższych latach, co przy obecnej wycenie implikuje stopę dywidendy na poziomie 3-4%.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 759,3	4 293,9	4 527,9	4 552,8	4 659,9
Wynik pozaodsetkowy	1 473,4	1 495,9	1 617,5	1 649,0	1 681,8
Koszty ogółem	2 326,8	2 497,4	2 734,0	2 936,7	2 988,5
Zysk operacyjny*	2 905,9	3 292,4	3 411,4	3 265,1	3 353,2
Zysk netto	1 523,8	1 658,7	1 406,0	1 340,9	1 461,1
Koszty/przychody (%)	44,5	43,1	44,5	47,4	47,1
ROE (%)	12,1	11,6	8,9	8,1	8,5
P/E (x)	13,3	12,2	14,4	15,1	13,8
P/BV (x)	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1
DPS	3,20	3,50	0,00	5,40	5,15
Stopa dywidendy (%)	2,1	2,3	0,0	3,5	3,3

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	155,20 PLN
Cena docelowa	143,10 PLN
Kapitalizacja	19,0 mld PLN
Free float	4,75 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,0 mln PLN

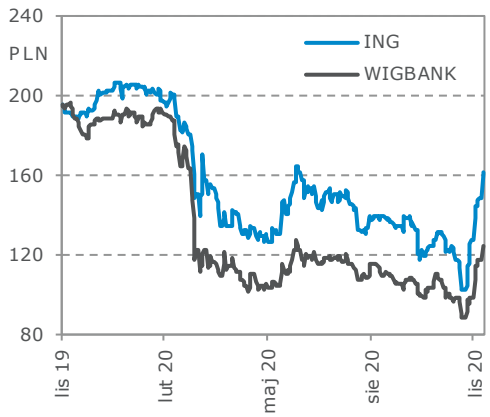
Struktura akcjonariatu

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	143,10	117,78	redukuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
ING BSK	155,20	143,10	-7,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	+6,0%	+7,0%	+5,4%
Zysk brutto	+38,2%	+20,4%	+5,6%
Zysk netto	+55,7%	+26,8%	+4,9%

Analitycy:

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

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

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

Millennium: trzymaj (obniżona)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Zakładnik „frankowego" sentymentu

Po solidnych 3 pierwszych kwartałach podwyższamy nasze prognozy na 2020 r. (głównie na saldzie rezerw), ale jednocześnie obniżamy na lata 2021-22. Powód? - franki. Po przeszło roku zrewidowaliśmy nasze podejście do kredytów CHF, co dla Millennium ma niebagatelne znaczenie. Z punktu widzenia wyników banku, przyspieszamy amortyzację strat CHF oraz rezygnujemy z dotychczas stosowanej tarczy podatkowej. W efekcie prognozujemy stratę dla Millennium w 2021 i 2022 roku, pomimo wyższej prognozy na WNDB. Straty frankowe, choć duże rozkładamy, aż do 2029 roku co oznacza, że bank nie powinien mieć problemów kapitałowych z tego tytułu, zwłaszcza biorąc pod uwagę obecną nadwyżkę kapitałów oraz utrzymywany bufor CHF. Nie zmienia to jednak faktu, że Millennium jest zakładnikiem „frankowego" sentymentu. Bez problemu CHF, Millennium byłby bankiem, który osiąga ROE na poziomie 9-10% i pewnie mógłby zacząć myśleć o dywidendzie za jakiś czas, co zasługiwałby na wycenę na P/BV w okolicach 1,0x. Niestety, wg naszych obecnych założeń, problem kredytów CHF zabiera ponad połowę tej wyceny, dlatego obniżamy naszą rekomendację do trzymaj, podkreślając wysoką wrażliwość wyceny Millennium na założenia dotyczące strat CHF.

Ile franków siedzi w wycenie?

Według naszych prognoz Millennium w sumie na straty CHF będzie musiał przeznaczyć około 6,65 mld PLN, z czego zawiązał już 520 mln PLN, a do końca 2020 r. zgodnie z naszymi prognozami dowiąże dodatkowe 57 mln PLN. Oznacza to, że wg naszych wyliczeń straty CHF z lat 2021-2029 można przeliczyć na 2,84 PLN na akcję. Zwracamy również uwagę, że bank posiada kapitałowy bufor CHF, którego wartość szacujemy na około 2,45 mld PLN, co w dużej mierze rozwiewa wątpliwości dotyczące sytuacji kapitałowej banku.

Koszty ryzyka w dół, ale nie drastycznie

Podobnie jak w przypadku innych banków, jakość portfela w Banku Millennium pozostaje relatywnie dobra, a skorygowany CoR kształtuje się w okolicach 80 p.b. Do tej pory Millennium zawiązał około 69 mln PLN tzw. rezerw covidowych, ale 60 mln PLN zostało już zalokowanych - oznacza to że bank ma relatywnie mniejszą poduszkę bezpieczeństwa od innych banków w tej materii, dlatego obniżamy naszą prognozę kosztów ryzyka, ale nie bardzo mocno. Obecnie prognozujemy CoR na poziomie 98/82/62 p.b. odpowiednio w latach 2020-22.

Kapitały wysokie, ale raczej nie do ruszenia

Podobnie jak inne analizowane przez nas banki, Millennium ma obecnie bezpieczną nadwyżkę kapitałową wobec wymogów KNF. Na TCR jest to około 2,2 mld PLN. Jednakże gdyby przywrócić bufor ryzyka systemowego to zostałoby 700 mln PLN nadwyżki. Dodatkowo Millennium ma bufor frankowy (4,87% RWA), który szacujemy na 2,45 mld PLN. Wydaje się, że obecna sytuacja kapitałowa Millennium jest dobra, ale nie na tyle, żeby ukrócić problem CHF za jednym zamachem oraz żeby dzielić się zyskiem lub uczestniczyć w jakiejś formie konsolidacji rynku.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 817,5	2 436,9	2 571,2	2 573,2	2 652,4
Wynik pozaodsetkowy	940,3	1 115,2	1 167,1	1 153,9	1 204,6
Koszty ogółem	1 332,2	1 841,7	1 930,2	1 989,0	1 959,6
Zysk operacyjny*	1 425,6	1 710,4	1 808,1	1 738,1	1 897,4
Zysk netto	760,7	560,7	249,5	-57,2	-496,2
Koszty/przychody (%)	48,3	51,8	51,6	53,4	50,8
ROE (%)	9,4	6,5	2,8	-	-
P/E (x)	4,7	6,3	14,2	-	-
P/BV (x)	0,4	0,4	0,4	0,4	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	2,93 PLN
Cena docelowa	2,88 PLN
Kapitalizacja	3,47 mld PLN
Free float	1,73 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,3 mln PLN

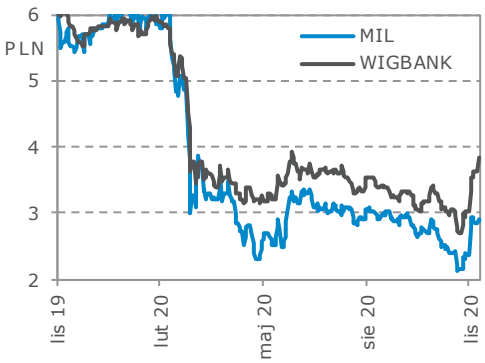
Struktura akcjonariatu

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	2,88	3,72	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Millennium	2,93	2,88	-1,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	+2,9%	+1,7%	+2,0%
Zysk brutto	+34,7%	-31,2%	-90,9%
Zysk netto	+57,6%	-	-

Analitycy:

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

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

mBank Biuro maklerskie

mBank.pl

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

Handlowy: trzymaj (obniżona)

BHW PW; BHW.WA | Banki, Polska

Brak wzrostu problemem

Podwyższamy nasze prognozy na 2020 i 2021 rok o 33% i 5% odpowiednio, ale obniżamy naszą prognozę o 6% na 2022 rok. Obniżka w 2022 roku wynika przede wszystkim z obniżenia prognozowanego wyniku z prowizji oraz działalności handlowej, co w pierwszym przypadku wiążemy ze stopniowo spadającą liczbą klientów detalicznych, zaś w drugim z chęcią obrony przychodów odsetkowych. W 3Q'20 Handlowy zaskoczył rozwiązując rezerwy, co pokazuje, że portfel kredytowy utrzymuje wysoką jakość. W 4Q spodziewamy się jednak dowiązania dodatkowych rezerw w związku z częściowym zamrożeniem polskiej gospodarki. Z jednej strony Handlowy wykazuje wysoką jakość portfela i brak bolączek w postaci kredytów CHF, ale z drugiej strony bank wykazywał się umiarkowaną zdolnością do rozwijania akcji kredytowej w czasach prosperity. Co więcej, ograniczona sieć oddziałów (19) sprawia, że nie należy się spodziewać jakiegoś przełomu po stronie kosztów. Handlowy jest dobrym wyborem na czas spowolnienia gospodarczego, w ciągu ostatnich 12 miesięcy jego notowania pobiły indeks WIG Banki o 10 p.p., jednakże uważamy, że nie jest to najlepszy możliwy wybór na czas odbicia w gospodarce. Ze względu na ograniczone perspektywy wzrostu, wyceniamy Handlowego na wskaźniku P/BV na 0,65x, co obecnie implikuje rekomendację trzymaj.

Rekordowo niskie L/D

L/D Banku Handlowego spadło poniżej 50%, co oznacza potężną nadpłynność przy rekordowo niskich rentownościach obligacji skarbowych. W efekcie NII Handlowego cierpi i ma gorsze perspektywy odbicia niż w konkurencyjnych bankach. Patrząc w przód L/D stopniowo rośnie, ale obawiamy się, że dopóki zauważalnie nie odbiją prywatne inwestycje, dopóty Handlowemu będzie trudno rozwinąć akcję kredytową.

Nadwyżka kapitałowa

Jeżeli chodzi o minimum TCR, to Bank Handlowy ma niemalże 2 razy więcej kapitału niż żąda tego regulator (około 2,7 mld PLN nadwyżki). W efekcie ROE Handlowego utrzymuje się na niskim poziomie, w oczekiwaniu na wypłatę dywidendy. Obecnie zakładamy, że w 2021 roku Handlowy wypłaci akcjonariuszom 1,15 PLN na akcję, co oznacza około 3% stopę dywidendy. W zanadrzu cały czas pozostaje jednak kapitał niepodzielony, który szacujemy na 4,91 PLN akcję. Jest to około 14% bieżącej kapitalizacji banku, więc jest na co czekać, o ile regulator kiedyś zgodzi się na wypłatę tych środków.

Cena bieżąca	35,60 PLN
Cena docelowa	36,45 PLN
Kapitalizacja	4,5 mld PLN
Free float	1,1mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,6 mln PLN

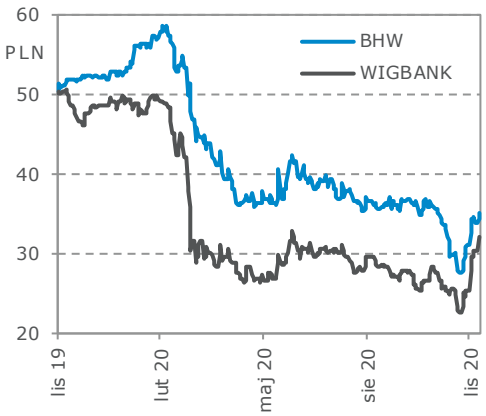
Struktura akcjonariatu

Citibank Overseas Investment Corpotation	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 niskim wskaźnikiem L/D.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	36,45	37,64	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Handlowy	35,60	36,45	+2,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	-3,0%	+2,4%	-1,0%
Zysk brutto	+20,6%	+2,6%	-5,2%
Zysk netto	+32,8%	+4,7%	-6,0%

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	1 107,6	1 153,7	1 002,9	941,3	969,0
Wynik pozaodsetkowy	1 081,0	1 102,1	1 058,3	1 113,9	1 133,3
Koszty ogółem	1 209,0	1 254,2	1 260,3	1 310,0	1 316,5
Zysk operacyjny*	979,6	1 001,6	801,0	745,1	785,7
Zysk netto	638,9	486,5	300,0	310,2	393,4
Koszty/przychody (%)	55,2	55,6	61,1	63,7	62,6
ROE (%)	9,1	6,9	4,1	4,2	5,2
P/E (x)	7,3	9,6	15,5	15,0	11,8
P/BV (x)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS	4,11	3,74	0,00	1,15	2,72
Stopa dywidendy (%)	11,5	10,5	0,0	3,2	7,6

*przed kosztami rezerw

Analitycy:

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

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

czwartek, 19 listopada 2020 | aktualizacja raportu

Alior Bank: akumuluj (podtrzymana)

ALR PW; ALR.WA | Banki, Polska

Jakość uzasadnia dyskonto

Podtrzymujemy naszą rekomendację na Alior Bank akumuluj jednocześnie podwyższając cenę docelową do 18,78 PLN na akcję. Z jednej strony bank negatywnie zaskoczył nas rezerwami w 2020 roku, ale z drugiej pozytywnie liniami przychodowymi, które łącznie podwyższyliśmy o 6% na 2021 rok i 8% w 2022 rok. Na koniec 3Q'20 Alior Bank obniżył koszty odsetkowe aż o 57% co było możliwe dzięki agresywnej zmianie polityki cenowej całego sektora. Warty podkreślenia jest też wynik prowizyjny, który w 3Q'20 spadł zaledwie o 2% R/R. Jednocześnie porównując wynik prowizyjny (do średnich aktywów) Aliora z sektorem widzimy nadal spory potencjał do wzrostu na fali zmian polityki cenowej w całym sektorze. Jak zwykle największą niepewnością obarczona jest prognoza salda rezerw. Przypomnijmy, że w 2Q'20 Alior utworzył 339 mln PLN związanych z COVID-19 oraz zanotował koszt ryzyka skorygowany na poziomie 417 p.b. co wskazuje na kolejną próbę zarządu czyszczenia portfela. W 3Q'20 koszt ryzyka spadł do 188 p.b., czyli poziomu nienotowanego od 1Q'19. Na kolejne lata oczekujemy kosztu ryzyka na poziomie około 200 p.b. czyli pozostajemy konsekwentni z naszymi prognozami. Pomimo oczekiwanej poprawy wyników, ROE Alior Banku nadal pozostanie na bardzo niskim poziomie 3%-6%. Uważamy, że niska rentowność banku w przyszłym roku jak i jakość aktywów uzasadniają naszą wycenę banku na poziomie 0,4x P/BV, która implikuje rekomendację akumuluj. Jednocześnie zaznaczamy, że Alior Bank pozostaje atrakcyjnym celem przejęcia co może wygenerować dodatkową premię.

Podwyższamy nasze prognozy na wynik odsetkowy

Podwyższamy naszą prognozę wyniku na działalności bankowej o 6% na 2021 rok oraz o 8% na 2022, jednocześnie pozostawiając prognozę na koszt ryzyka praktycznie na niezmienionym poziomie. Do momentu wybuchy pandemii Alior Bank charakteryzował się jednym z najwyższych kosztów finansowania pośród analizowanych przez nas banków. Uważamy, że cięcie stopy bazowej przez NBP i dostosowanie rynku pozwoli Aliorowi na odcięcie się od klientów z lokatami, co zaprocentuje w przyszłości. Obecnie prognozujemy, że najniższy punkt marży Alior zanotował w 3Q'20 (3,52%), a w latach 2021-2022 NIM będzie kreować się na poziomie 3,59%-3,67%.

Uważamy, że Alior nadal może zostać przejęty

Uważamy, że Alior Bank może nadal być celem przejęcia wewnątrz grupy Pekao pomimo ostatnich dementi Zarządu tego ostatniego. Intensywne czyszczenie portfela korporacyjnego, ale przede wszystkim atrakcyjna wycena (potencjalny bardzo wysoki badwill) powodują, że naszym zdaniem taka transakcja znajduje znacznie więcej argumentów niż 3 lata temu. Obecnie 6-miesięczny średni VWAP znajduje się poniżej obecnej wyceny rynkowej przez co uważamy, że ewentualne wezwanie na akcje musi zostać przeprowadzone po znacznie wyższej wycenie aby zakończyło się sukcesem.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	3 084,5	3 181,4	2 870,5	2 830,0	3 059,2
Wynik pozaodsetkowy	1 012,8	958,6	857,0	900,4	937,5
Koszty ogółem	1 846,8	1 975,7	1 919,6	1 878,6	1 870,5
Zysk operacyjny*	2 250,5	2 164,4	1 807,9	1 851,8	2 126,2
Zysk netto	713,4	252,8	-362,1	222,9	389,6
Koszty/przychody (%)	45,1	47,7	51,5	50,4	46,8
ROE (%)	10,8	3,8	-	3,4	5,7
P/E (x)	3,2	8,9	-	10,1	5,8
P/BV (x)	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
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	17,50 PLN
Cena docelowa	18,78 PLN
Kapitalizacja	1,7 mld PLN
Free float	1,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	15,3 mln PLN

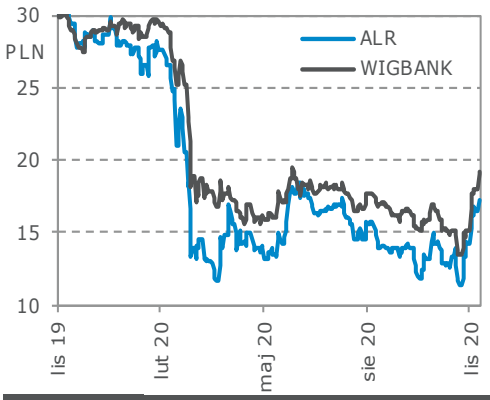
Struktura akcjonariatu

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 uniwersalnym bankiem, którego portfel składa się w 58% z kredytów detalicznych i 42% z korporacyjnych. Na przestrzeni lat Alior przejął Skok Jaworzno, a także dokonał fuzji z Meritum Bankiem oraz częścią działalności Banku BPH. Bank należy do Grupy PZU, dzięki czemu czerpie coraz większe synergie przychodowe ze sprzedaży produktów bancassurance. Charakterystyczna dla banku jest relatywnie wysoka marża odsetkowa, która jest w bilansowana podwyższonymi kosztami ryzyka.

Kurs akcji ALR na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Alior Bank	18,78	14,98	akumuluj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Alior Bank	17,50	18,78	+7,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
WNDB	+3,0%	+6,4%	+7,5%
Zysk brutto	-	+8,6%	+5,3%
Zysk netto	-	+10,0%	+1,5%

Analitycy:

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

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

czwartek, 19 listopada 2020 | raport analityczny

BNP Paribas Polska: kupuj (nowa)

BNPPPL PW; BNP1.WA | Banki, Polska

Dynamiczny wzrost wyników i atrakcyjna wycena

Rozpoczynamy analizę BNP Paribas Bank Polska od rekomendacji kupuj z ceną docelową na poziomie 64,45 PLN na akcję. Uważamy, że BNP Paribas jest wreszcie na dobrej drodze aby znacząco poprawić swoją rentowność, a punktem zwrotnym była akwizycja Raiffeisen Polbanku. W latach 2019-21 bank oczekiwał 500 mln PLN synergii kosztowych (kumulatywnie) z transakcji, co w większości zostało już zrealizowane. Obecnie bank posiada około 4,8 mld PLN kredytów CHF, ale co ważne, 2,8 mld PLN jest kredytów spłacanych w walucie CHF, przez co odpisy na pozwy są na znacząco niższym poziomie niż w przypadku konkurencji. Dzięki przejęciu Raiffeisena, ale także normalizacji wyników w kolejnych kwartałach oczekujemy, że BNP Paribas utrzyma dwucyfrową dynamikę zysku netto także w 2021 (+25% R/R) i 2022 roku (+17% R/R). Uważamy, że największy wpływ na wzrost zysku netto w 2021 roku będzie miała normalizacja kosztu ryzyka do poziomu 62 p.b. z 89 p.b. w roku obecnym. Podsumowując uważamy, że dwucyfrowa dynamika wyniku netto, niskie ryzyko związane z kredytami CHF oraz ROE na poziomie około 8% w 2022 roku zasługują na znacząco wyższą wycenę niż obecne 0,5x P/BV. Uważamy, że wycena BNP Paribas powinna kształtować się pomiędzy takimi bankami jak Bank Handlowy czy Millennium a bankiem Pekao.

Konsensus zdecydowanie za nisko

Uważamy, że konsensus na BNP Paribas PL jest obecnie na zbyt niskim poziomie i powinien wzrosnąć o 26% na rok obecny oraz aż o 62% na 2021 rok. Uważamy, że rynek nadal oczekuje znacznie wyższego kosztu ryzyka niż zakładają nasze prognozy oraz nie docenia strony przychodowej banku. Dodatkowo należy wziąć pod uwagę bardzo dobre wyniki za 3Q'20, które znalazły się aż 24% powyżej konsensusu i mogą wyznaczyć nowe „tempo" na 2021 rok. BNP w 3Q pobił konsensus nie tylko dzięki niskiemu kosztowi ryzyka, ale także dzięki bardzo dobrej dynamice wyniku prowizyjnego.

Spadający koszt ryzyka powinien napędzać wyniki

Oczekujemy, że koszt ryzyka powinien spaść do 62 p.b. w 2021 roku z 89 p.b. w 2020 r. Wyłączając zdarzenia jednorazowe koszt ryzyka w 3Q'20 wyniósł 38 p.b. a w 2Q'20 46 p.b. Jest to poziom, który znajduje się nawet poniżej 2019 roku. Przez 9M'20 roku bank odłożył 175 mln PLN rezerw na COVID-19, które będzie można zaalokować na straty wynikające z kryzysu w 2021 roku lub w 4Q'20.

Franki nie straszą jak w innych bankach

Obecnie szacujemy całkowity odpis BNP Paribas na kredyty frankowe na poziomie 1 mld PLN. Niski odpis jest efektem relatywnie niskiej ekspozycji (4,8 mld PLN z czego 2,8 mld PLN spłacane w walucie). Jednocześnie szacujemy, że obecny poziom kapitału nadwyżkowego w wysokości 4,2 mld PLN (1,7 mld PLN po wzroście bufora antycyklicznego) jest w stanie zaabsorbować jednorazowy odpis kredytów frankowych.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wynik odsetkowy	2 106,9	3 168,8	3 060,2	3 071,5	3 246,5
Wynik pozaodsetkowy	1 329,6	1 654,8	1 888,9	1 844,5	1 917,3
Koszty ogółem	2 196,8	3 194,4	2 762,9	2 656,0	2 613,1
Zysk operacyjny*	1 239,7	1 629,2	2 186,1	2 260,1	2 550,7
Zysk netto	360,4	614,7	716,5	896,8	1 051,7
Koszty/przychody (%)	63,9	66,2	55,8	54,0	50,6
ROE (%)	4,2	5,7	6,1	7,0	7,5
P/E (x)	12,8	11,1	9,5	7,6	6,5
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	46,40 PLN
Cena docelowa	64,45 PLN
Kapitalizacja	6,8 mld PLN
Free float	0,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,4 mln PLN

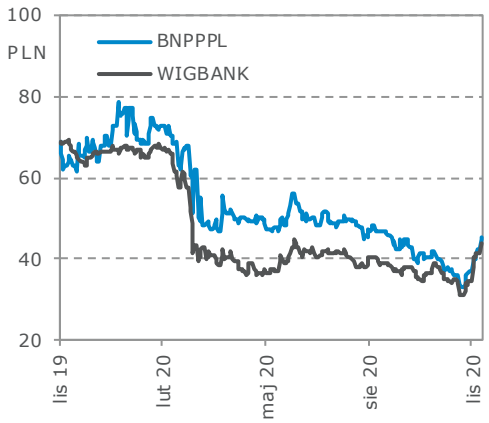
Struktura akcjonariatu

BNP Paribas	88,76%
Pozostali	11,24%

Profil spółki

BNP Paribas Bank Polska to uniwersalny bank komercyjny z przewagą kredytów korporacyjnych (61%) w portfelu, a w tym z dużą ekspozycją na segment rolniczy. Bank w przeciągu ostatnich 7 lat czterokrotnie zwiększył sumę bilansową plasując się na 6 miejscu największych banków w Polsce. Dotychczas bank rósł przez akwizycję wliczając Bank BGŻ, Sygma Bank czy Raiffeisen Polbank. W kolejnych latach oczekujemy, że BNP będzie dalej zwiększało efektywność oraz położy większy nacisk na klienta detalicznego.

Kurs akcji BNPPPL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
BNP Paribas	64,45	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
BNP Paribas	46,40	64,45	+38,9%

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:
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. Prostej 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, Sygnity, 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. 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, Sygnity, 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 miedzy 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 emitentom papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.
Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną umowę o świadczenie usług maklerskich z: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, ING BSK, PKO BP, Santander Bank Polska.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać wynagrodzenie za świadczone usługi od: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, ING BSK, PKO BP, Santander Bank Polska.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 19 listopada 2020 o godzinie 08:45.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19 listopada 2020 o godzinie 08:45.

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 świadczyć, 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 Biurze maklerskim 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 Biuro maklerskie

Rekomendacje dotyczące spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

PKO BP

rekomendacja	**akumuluj**	**trzymaj**	**akumuluj**	**kupuj**	**kupuj**	**akumuluj**	**akumuluj**
data wydania	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	22,58	22,58	24,85	26,90	39,69	39,69	39,50
kurs z dnia rekomendacji	20,44	22,06	22,14	22,75	33,10	36,00	34,99

Pekao

rekomendacja	**kupuj**	**kupuj**	**kupuj**	**kupuj**
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	68,90	77,70	83,51	115,20
kurs z dnia rekomendacji	52,40	54,30	55,32	96,34

Santander Bank Polska

rekomendacja	**kupuj**	**trzymaj**	**akumuluj**	**kupuj**	**kupuj**	**trzymaj**	**trzymaj**	**redukuj**
data wydania	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	179,37	179,37	179,37	194,52	229,52	287,90	265,50	276,55
kurs z dnia rekomendacji	152,50	174,50	163,60	160,70	173,90	304,00	279,00	317,40

ING BSK

rekomendacja	**trzymaj**	**sprzedaj**	**sprzedaj**	**sprzedaj**	**sprzedaj**	**trzymaj**
data wydania	2020-10-02	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-04	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	117,78	117,78	114,14	126,36	170,00	187,77
kurs z dnia rekomendacji	124,40	145,20	141,00	153,80	202,00	190,80

Millennium

rekomendacja	**kupuj**	**trzymaj**	**kupuj**	**trzymaj**	**redukuj**	**trzymaj**	**sprzedaj**
data wydania	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	3,72	3,38	4,06	5,47	5,47	5,47	5,18
kurs z dnia rekomendacji	2,64	3,28	3,30	5,06	5,91	5,49	6,40

Handlowy

rekomendacja	**kupuj**	**trzymaj**	**trzymaj**	**trzymaj**	**akumuluj**	**akumuluj**
data wydania	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-27	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	37,64	37,64	39,86	45,66	63,46	57,44
kurs z dnia rekomendacji	29,60	38,00	39,50	44,00	55,90	51,70

Alior Bank

rekomendacja	**akumuluj**	**trzymaj**	**kupuj**	**kupuj**	**kupuj**	**trzymaj**
data wydania	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16	2020-03-30	2020-02-21	2019-11-06
cena docelowa (PLN)	14,98	14,98	21,00	24,72	30,50	31,00
kurs z dnia rekomendacji	13,39	15,19	16,45	13,00	26,62	29,34

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki BNP Paribas Polska.

mBank S.A.
Prosta 18
00-850 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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