

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Banki

Europa Środkowo-Wschodnia

Widmo franków nad Polską

Wraz z poprawiającymi się perspektywami makroekonomicznymi oraz oczekiwanymi podwyżkami stóp procentowych (Polska, Czechy) podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora bankowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w 2017 roku część polskiego sektora bankowego będzie się musiała zmierzyć z negatywnymi regulacjami, związanymi z ekspozycją na kredyty CHF. Regulacje są skierowane głównie w kapitał sektora i spowodują znaczący spadek oferowanej przez banki dywidendy. W 2016 roku negatywna dynamika zysku netto polskiego sektora bankowego (-18% skorygowane o zdarzenia jednorazowe) została zrównoważona przez wzrost wyników w OTP, Erste oraz KB. Oczekujemy, że wraz z normalizacją kosztu ryzyka po stronie banków regionalnych to właśnie polskie banki będą siłą napędową całego sektora w 2017 roku (+20,4%) oraz w 2018 roku (+19,7%). Nasze prognozy są o 1,6% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok oraz 5,8% powyżej na 2018 rok. W polskim sektorze bankowym preferujemy banki bez ekspozycji na kredyty CHF, zaś w regionie pozostajemy pozytywni na Komerčni Banka oraz Erste Bank.

Selektywne podejście w Polsce

Oczekujemy, że presja regulacyjna spowoduje, że banki z ekspozycją na kredyty w CHF nie wypłacą dywidendy przez co najmniej dwa lata. Informacja ta nie została jeszcze w pełni odzwierciedlona w konsensusie, który nadal oczekuje wskaźnika DY na poziomie 3,3% (12M forward). Ponadto skala penalizacji banków z ekspozycją CHF w 2017 roku jest nadal nieznana ze względu na możliwe zmiany w tzw. ustawie spreadowej (nie uwzględniona w konsensusie), skutki „miękkich” rekomendacji KSF oraz ze względu na rosnące ryzyko związane z procesami sądowymi. Rekomendujemy przeważenie banków bez ekspozycji na kredyty walutowe takich jak Bank Pekao, Bank Handlowy czy Alior Bank. Wyjątkiem jest ING BSK (redukuj), który po 45% rajdzie jest naszym zdaniem adekwatnie wyceniony oraz Getin Noble Bank. Chociaż w GNB uwzględniliśmy podniesienie kapitału na poziomie 200 mln PLN to nadal uważamy, że reprezentuje on najwyższy poziom ryzyka do potencjału wzrostu.

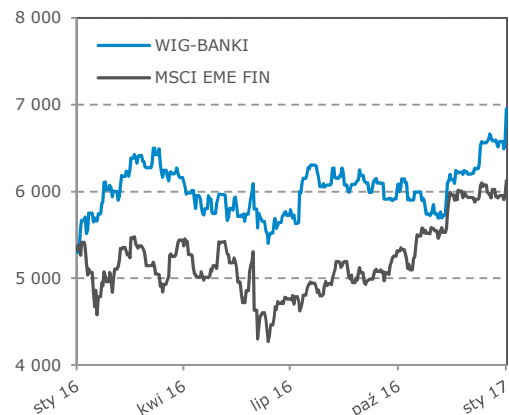
Kupuj Erste, akumuluj Komerčni Banka

Pozostajemy pozytywni na Erste Bank oraz Komerčni Banka jednocześnie podwyższając ceny docelowe. Uważamy, że oba banki korzystać będą z poprawiającej się sytuacji makroekonomicznej zobrażowanej przez spadające bezrobocie oraz wzrastające wolumeny kredytowe. Oba banki mają również do zaoferowania wyższą dywidendę (KB=4,5%, Erste=3,3%) niż polski sektor bankowy (2,1%) czy OTP Bank. Uważamy, że ze względu na wyższe ROE, dywidendę oraz lepsze środowisko operacyjne jakiegokolwiek dyskonto Komerčni Banka do polskiego sektora jest obecnie nieuzasadnione. Jednocześnie wyższa dynamika przyszłych wyników Erste Banku wobec OTP Bank oraz dywidenda zasługują na niższe dyskonto austriackiego banku do średniej CEE.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	16P	17P	18P	16P	17P	18P	16P	17P	18P
PKO BP	13,5	13,5	11,9	1,2	1,1	1,0	9,2	8,4	8,5
Pekao	14,7	15,9	15,2	1,5	1,5	1,5	9,8	9,6	9,9
BZ WBK	16,2	15,9	13,1	1,8	1,6	1,4	11,1	10,5	11,2
ING BSK	16,7	14,9	13,2	1,9	1,7	1,5	11,8	11,9	11,9
Millennium	10,4	11,3	10,0	1,0	0,9	0,8	10,2	8,4	8,6
Handlowy	17,0	18,7	14,7	1,5	1,5	1,5	8,6	8,1	10,1
Alior Bank	18,6	49,3	12,7	1,3	1,3	1,1	7,0	2,6	9,3
GNB	326,8	8,9	4,6	0,3	0,3	0,3	0,1	3,6	6,4
Komerčni	12,3	13,2	11,9	1,6	1,5	1,4	13,2	11,8	12,3
Erste Bank	9,6	10,0	8,9	1,0	1,0	0,9	11,2	9,9	10,3
OTP Bank	10,8	11,2	10,3	1,7	1,5	1,4	16,8	14,3	14,2

WIG-Banki	6 944
MSCI EME Financials	677
P/E 2017P	14,0x
P/BV 2017P	1,3x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	31,20 PLN	31,62	trzymaj	kupuj
PEO	146,10 PLN	127,42	akumuluj	trzymaj
BZW	332,34 PLN	305,10	redukuj	trzymaj
ING	152,39 PLN	119,38	redukuj	Sprzedaj
MIL	5,81 PLN	7,00	trzymaj	kupuj
BHW	85,00 PLN	75,32	akumuluj	trzymaj
ALR	71,50 PLN	75,93	kupuj	kupuj
GNB	2,14 PLN	2,89	kupuj	kupuj
KOMB.CP	1 011,37 CZK	980,00	akumuluj	akumuluj
EBS.AV	35,98 EUR	32,34	kupuj	kupuj
OTP.HB	9 031,25 HUF	6 487	trzymaj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	31,62	31,20	-1,3%
PEO	136,60	146,10	+7,0%
BZW	355,00	332,34	-6,4%
ING	167,55	152,39	-9,0%
MIL	5,93	5,81	-2,0%
BHW	79,48	85,00	+6,9%
ALR	61,95	71,50	+15,4%
GNB	1,68	2,14	+27,3%
KOMB.CP	891,30	1 011,37 CZK	+13,5%
EBS.AV	28,77	35,98 EUR	+23,9%
OTP.HB	8 950,00	9 031,25 HUF	+0,9%

Analitik:

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

Spis treści

1.	Podsumowanie inwestycyjne	3
2.	PKO BP	13
3.	Pekao	18
4.	BZ WBK	23
5.	ING BSK	28
6.	Millennium	33
7.	Handlowy	38
8.	Alior Bank	43
9.	Getin Noble Bank.....	48
10.	Komercni Banka	53
11.	Erste Bank.....	58
12.	OTP Bank	72
13.	Ostatnie wydane rekomendacje	86

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

PKO BP: trzymaj (obniżona)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Brak dywidendy

Obniżamy naszą rekomendację kupuj dla banku PKO BP do trzymaj oraz cenę docelową do poziomu 31,20 PLN na akcję. Oczekujemy, że działania nadzorcze takie jak np. wyższe wagi ryzyka nie pozwolą PKO BP na wypłatę dywidendy przez najbliższe dwa lata. Dodatkowo skumulowany kapitał obniży ROE PKO BP z 9,2% w 2016 do 8,5% w 2018 roku. Uważamy, że rekomendacje KSF spowodują, że obecna strategia banku pozostanie poza zasięgiem. Widzimy także rosnące ryzyko dla akcjonariuszy wynikające z zapowiedzi Prezesa PKO BP o zaoferowaniu klientom atrakcyjnych warunków do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF na PLN. Po wzroście kursu akcji o 31,3% przez ostatnie 6 miesięcy uważamy, że PKO BP jest już adekwatnie wyceniony.

Za niski konsensus

Uważamy, że konsensus na PKO BP jest zbyt optymistyczny dla salda rezerw, ale zbyt pesymistyczny dla wyniku odsetkowego. Nasze prognozy znajdują się 5% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 oraz 11,0% powyżej na 2018 rok. Oczekujemy, że wyniki PKO BP w kolejnych dwóch latach będą wspierane przez płaskie środowisko stóp procentowych w 2017 roku, a następnie ich znaczną podwyżkę w 2018 roku. Ze względu na znaczące zyski jednorazowe w 2016 roku oczekujemy płaskiej dynamiki zysku netto w 2017, a następnie wzrostu o 13,1% w 2018 roku.

Brak dywidendy się utrzyma

Rekomendacja KNF i kryteria dla banków z ekspozycją na kredyty CHF wykluczają dywidendę z zysku za 2016 rok. Obecnie rynek prognozuje 12M forward dividend yield dla PKO BP na poziomie 2,5%. Jednocześnie podniesienie wagi ryzyka do 150% oraz prawdopodobny wzrost bufora zabezpieczającego od 2018 roku skutecznie uniemożliwi wypłatę dywidendy w kolejnych latach. Niemniej jednak wskaźnik wypłacalności CET1 PKO BP powinien wzrosnąć z 14,3% na koniec 4Q'16 do 16,2% na koniec 2018 roku.

Marża wzrośnie w 2017 i 2018 roku

Oczekujemy, że marża odsetkowa PKO BP wzrośnie o 12 p.b. w 2017 roku, ale jedynie 3 p.b. w ujęciu 4Q'16 do 4Q'17. Wolny wzrost marży w 2017 roku wynika z ograniczonego potencjału PKO BP do dalszego cięcia kosztów odsetkowych ze względu na już relatywnie niski koszt finansowania. Oczekujemy, że marża odsetkowa PKO BP wzrośnie o 21 p.b. w 2018 roku odzwierciedlając ruch stóp procentowych. Nasze prognozy odnośnie wyniku odsetkowego znajdują się 5-10% powyżej konsensusu na lata 2017-18.

Adekwatnie wyceniony

Na wskaźniku 2018P P/E 11,9x PKO BP notowane jest z 10% dyskontem do polskiej średniej na poziomie 13,2x. Historycznie, na 5-letniej średniej 12M forward P/E PKO BP notowane było z zaledwie 3% dyskontem do średniej. Niemniej jednak uważamy, że wyższe dyskonto jest adekwatne ze względu na ROE równe COE oraz braku dywidendy od banku, czego konsensus nie uwzględnia jeszcze w prognozach.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	7 522,9	7 028,6	7 779,0	8 516,1	9 452,8
Wynik pozaodsetkowy	3 971,8	3 933,3	4 485,4	4 140,7	4 215,5
Koszty ogółem	5 593,3	6 333,4	6 021,8	6 052,9	6 148,4
Zysk operacyjny*	5 901,4	4 628,6	6 242,6	6 603,9	7 520,0
Zysk netto	3 254,1	2 609,6	2 924,2	2 935,8	3 321,4
Koszty/przychody (%)	48,7	57,8	49,1	47,8	45,0
ROE (%)	12,3	9,0	9,2	8,4	8,5
P/E (x)	12,1	15,1	13,5	13,5	11,9
P/BV (x)	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
DPS	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy (%)	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	31,62 PLN
Cena docelowa	31,20 PLN
Kapitalizacja	38,99 mld PLN
Free float	27,89 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	130,4 mln PLN

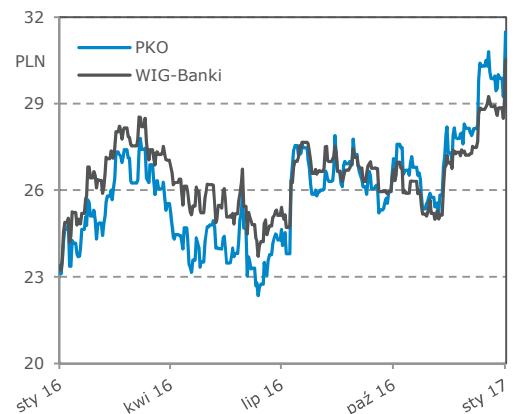
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,43%
Aviva OFE	6,72%
NN OFE	5,17%
Pozostali	58,68%

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	31,20	31,62	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO BP	31,62	31,20	-1,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P
WNDB	+3,6%	+2,7%
Zysk brutto	+4,0%	-1,6%
Zysk netto	+1,8%	-5,0%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Pekao: akumuluj (podwyższona)

PEO PW; PEO.WA | Banki, Polska

Odyskując momentum

Podwyższamy naszą neutralną rekomendację trzymaj do akumuluj dla Banku Pekao jednocześnie podnosząc 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 146,10 PLN na akcję. Bank Pekao jako jeden z nielicznych banków w Polsce będzie w stanie podtrzymać dotychczasowy strumień dywidend. Dodatkowo brak znaczącej ekspozycji Banku Pekao na kredyty w CHF powinny pozwolić uniknąć nadmiernej presji regulacyjnej w kolejnych latach. Uważamy, że konsensus dla Banku Pekao jest zbyt pesymistyczny na rok 2017 szczególnie w obszarze przychodów z działalności podstawowej. Oczekujemy także, że Bank Pekao będzie jednym z głównych beneficjentów wyższego popytu na kredyty korporacyjne w 2017 roku. Uważamy, że nowi akcjonariusze nie będą znacząco ingerować w dotychczasową politykę banku ze względu na obawy przed testem na utratę wartości czy zmniejszeniem dywidend.

Podwyżka konsensusu

Podwyższyliśmy nasze prognozy dla Banku Pekao o 10,9% na 2016 r. oraz o 6,8% na 2017 r. głównie ze względu na niższy koszt ryzyka. W 2017 roku oczekujemy 9% wzrostu wyniku odsetkowego, który zostanie po części zrównoważony przez rosnące koszty (wydatki na IT) oraz saldo rezerw. Dodatkowo oczekujemy znaczącego przyspieszenia po stronie kredytów korporacyjnych do poziomu +4,0% R/R. Nasze prognozy znajdują się 2,5% powyżej konsensusu na rok 2017, ale 2,4% poniżej na 2018 r.

Wysoka i stabilna dywidenda

Oczekujemy, że dywidenda na akcję wyniesie odpowiednio 8,4 PLN i 8,3 PLN w latach 2017-18. Pomimo wzrostu akcji kredytowej oraz wypłaty 100% zysku netto w formie dywidendy wskaźniki wypłacalności utrzymują się na bezpiecznym poziomie >17% w kolejnych latach. Prognozowana przez nas dywidenda przekłada się na wskaźnik DY na poziomie 6,2% i 6,1% w kolejnych latach, który jest nieporównywalnie wyższy od średniej dla polskich banków na poziomie 2,1%.

Niskie ryzyko ze strony nowych akcjonariuszy

Uważamy, że nowi akcjonariusze Banku Pekao (PZU oraz PFR) nie będą znacząco ingerować w politykę banku ze względu na groźbę znaczącego odpisu goodwillu jako inwestycja niesie za sobą. Ponadto uważamy, że PFR powinien być strażnikiem dywidendy, która wg Prezesa Funduszu uzasadnia inwestycję w Pekao. Nie wykluczamy zmian w zarządzie banku szczególnie po ostatnich zmianach w radzie nadzorczej.

Premia uzasadniona

Wskaźnik 2017P P/E 15,9x oraz 2018P P/E 15,2x implikuje 1% dyskonto oraz 15% premię do sektora polskich banków. Uważamy, że wyższa premia jest obecnie uzasadniona przez ROE powyżej kosztu kapitału (pomimo dużego kapitału nadwyżkowego) oraz bardzo wysoki dividend yield. Finalnie oczekujemy znacznie niższej presji regulacyjnej niż tej występującej w bankach z ekspozycją na kredyty denominowane w CHF.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	4 461,3	4 166,6	4 418,6	4 823,7	5 205,8
Wynik pozaodsetkowy	2 823,6	2 827,0	2 901,5	2 609,6	2 695,8
Koszty ogółem	3 428,8	3 758,1	3 467,1	3 505,6	3 559,0
Zysk operacyjny*	3 856,1	3 235,5	3 853,1	3 927,7	4 342,6
Zysk netto	2 714,7	2 292,5	2 280,9	2 255,3	2 363,0
Koszty/przychody (%)	47,7	54,3	47,8	47,6	45,5
ROE (%)	11,4	9,7	9,8	9,6	9,9
P/E (x)	13,2	15,6	15,7	15,9	15,2
P/BV (x)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
DPS	10,0	10,0	8,5	8,4	8,3
Stopa dywidendy (%)	7,3	7,3	6,2	6,2	6,1

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	136,60 PLN
Cena docelowa	146,10 PLN
Kapitalizacja	35,85 mld PLN
Free float	21,48 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	223,0 mln PLN

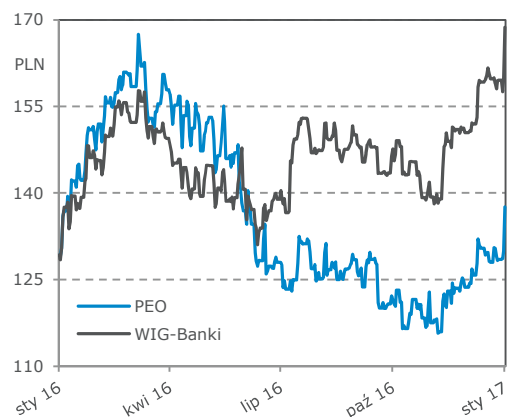
Struktura akcjonariatu

UniCredit S.p.A.	40,10%
Pozostali	59,90%

Profil spółki

Bank ma 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	146,10	127,42	akumuluj	trzymaj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	Pekao	136,60	146,10	+7,0%
Zmiana prognoz od ostatniego raportu			2016P	2017P
WNDB			+1,0%	-1,7%
Zysk brutto			+5,3%	+2,2%
Zysk netto			+10,9%	+6,8%

Analitik:

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



piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

BZ WBK: redukuje (obniżona)

BZW PW; BZW.WA | Banki, Polska

Dwa lata bez dywidendy

Obniżamy naszą rekomendację dla BZ WBK z trzymaj do redukuje jednocześnie podnosząc 9-miesięczną cenę docelową do 332,34 PLN na akcję. Niższa rekomendacja to efekt uwzględnienia w prognozach braku dywidend przez kolejne dwa lata, wyższej wagi ryzyka na kredyty CHF (150%) oraz płaskiej rentowności pomimo rosnących stóp procentowych. Nasze prognozy znajdują się 4,7% poniżej konsensusu na 2017 rok, ale +4,4% powyżej na 2018. Uważamy, że konsensus na 2018 rok jeszcze nie uwzględnia podwyżek stóp procentowych. Oczekujemy, że brak możliwości wypłaty dywidendy przez BZ WBK spowoduje presję na rentowność, która pomimo rosnącego zysku netto pozostanie na prawie niezmiennym poziomie. Na wskaźniku 2017 P/BV bank notowany jest obecnie z 13% premią do polskiej średniej, którą uważamy za zbyt wysoką ze względu na brak dywidend.

Lekki wzrost prognoz

Pozostawiliśmy na prawie niezmiennym poziomie prognozy na rok 2017, ale podnieśliśmy je o 5,8% na 2018. Wyższe szacunki wynikają głównie z oczekiwanej przez nas podwyżki stóp procentowych. Nasze prognozy na 2018 rok są bardziej optymistyczne od konsensusu w odniesieniu do działalności podstawowej (+4,8%), ale bardziej pesymistyczne do salda rezerw. Podsumowując, oczekujemy że zysk netto w 2017 roku wzrośnie nieznacznie o 2,1%, aby następnie przyspieszyć do +20,8% w 2018 roku na fali rosnących stóp procentowych.

Płaski koszt ryzyka i rosnąca marża

Oczekujemy, że koszt ryzyka utrzyma się w przedziale 76-78 p.b. w latach 2017-19P i będzie wspierany przez dobrą sytuację makroekonomiczną w Polsce. Jednocześnie oczekujemy, że marża odsetkowa wzrośnie o 21 p.b. w 2017 roku oraz aż o 27 p.b. w 2018 roku. Podczas ostatniego cyklu obniżek stóp procentowych BZ WBK udowodnił, że jest jednym z najbardziej wrażliwych banków przez co podwyżki w 2018 powinny być dla niego wyjątkowo pozytywne.

Dywidenda

Oczekujemy, że BZ WBK nie wypłaci dywidendy przez najbliższe dwa lata. Brak dywidendy w 2017 roku jest konsekwencją rekomendacji KNF, która została wydana w grudniu ubiegłego roku. Pomimo, że bank spełnia kryteria do wypłaty do 50% zysku netto to kryteria dla banków z ekspozycją CHF powinny zniwelować możliwości jej wypłaty do 0. Ponadto, działania KSF mające na celu skłonienie banków do przewalutowania (wyższa waga ryzyka i prawdopodobnie bufory frankowe) spowoduje, że naszym zdaniem bank nie wypłaci dywidendy również z zysku netto za 2017 rok.

Notowany zgodnie ze średnią

Uważamy, że na wskaźniku P/BV BZ WBK powinien być notowany zgodnie ze średnią rynkową. Z jednej strony bank nadal prezentuje wyższe od kosztu kapitału ROE, ale z drugiej strony nie będzie mógł dzielić się zyskiem netto przez najbliższe dwa lata.

(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	4 309,2	4 770,4	5 388,4	6 070,5	6 463,0
Wynik pozaodsetkowy	3 231,0	2 835,8	2 493,0	2 564,7	2 649,4
Koszty ogółem	3 578,9	3 367,7	3 512,3	3 612,2	3 688,6
Zysk operacyjny*	3 961,3	4 238,4	4 369,0	5 023,1	5 423,8
Zysk netto	2 327,3	2 166,8	2 211,7	2 671,3	2 924,5
Koszty/przychody (%)	47,5	44,3	44,6	41,8	40,5
ROE (%)	13,0	11,1	10,5	11,2	10,9
P/E (x)	15,1	16,2	15,9	13,1	12,0
P/BV (x)	1,8	1,8	1,6	1,4	1,2
DPS	0,0	22,6	0,0	0,0	5,7
Stopa dywidendy (%)	0,0	6,4	0,0	0,0	1,6

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	355,00 PLN
Cena docelowa	332,34 PLN
Kapitalizacja	35,12 mld PLN
Free float	10,74 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	40,3 mln PLN

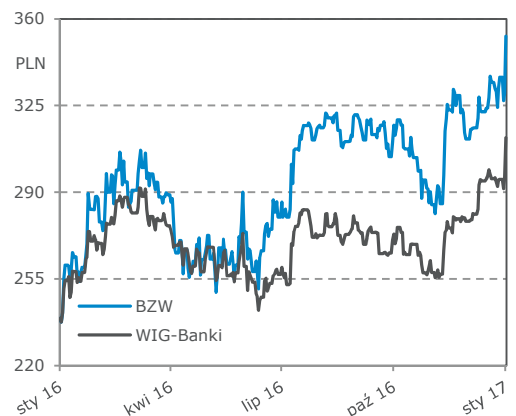
Struktura akcjonariatu

Banco Santander S.A.	69,41%
NN OFE	5,15%
Pozostali	25,44%

Profil spółki

Portfel kredytowy BZ WBK 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 BZ WBK znajduje się na poziomie 15,4%. Celem strategicznego inwestora, Santander, jest głównie wygenerowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy poprzez kontrolę kosztów i wzrost udziału rynkowego banku do 12%.

Kurs akcji BZW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
BZ WBK	332,34	305,10	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	355,00	332,34	-6,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2017P	2018P
WNDB		+2,8%	+5,0%
Zysk brutto		+2,0%	+6,1%
Zysk netto		+0,3%	+5,8%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

ING BSK: redukuje (podwyższona)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Dobre wiadomości już w cenie

Zalecamy redukcję akcji ING BSK i wskazujemy 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 152,39 PLN na akcję. Uważamy, że bardzo dobre wyniki za 3Q'16 są już uwzględnione w wycenie rynkowej banku w przeciwieństwie do braku dywidendy z 2016 roku. Oczekujemy, że wskaźniki wypłacalności, które znajdują się po 3Q'16 na poziomie ledwo umożliwiającym wypłatę dywidendy (5 p.b. ponad limit) obniżą się do momentu WZA (~1Q'17) ze względu na wzrost RWA oraz wycenę papierów wartościowych, przez co uniemożliwią bankowi wypłatę dywidendy. Widzimy także ryzyko, że ING BSK będzie zmuszone do intensywnej akcji depozytowej w 2018 roku tak, aby utrzymać wskaźnik L/D na bezpiecznym poziomie. Uważamy, że ze względu na ponadprzeciętny zwrot z kapitałów ING BSK w kolejnych dwóch latach, premia do sektora jest uzasadniona ale jej poziom powinien być niższy niż w przypadku Banku Pekao Banku Handlowego ze względu na słabszą pozycję kapitałową.

Konsensus za niski

Uważamy, że konsensus prognoz na ING BSK powinien wzrosnąć o 13,0% na 2017 rok i 9,3% na 2018 rok. Średnie oczekiwania rynkowe nadal nie odzwierciedlają wzrostu wyniku odsetkowego w kolejnych latach oraz są zbyt pesymistyczne odnośnie kosztu ryzyka. Nasza prognoza na wynik odsetkowy znajduje się 4% powyżej konsensusu na 2017 rok oraz 6% powyżej na 2018 rok. Pomimo odnotowania zysku jednorazowego (VISA) w 2016 roku oczekujemy, że zysk netto wzrośnie o 13,6% w 2017, a następnie o 12,8% w 2018 roku odzwierciedlając rosnące stopy procentowe.

Wynik odsetkowy mocno rośnie

Oczekujemy, że wynik odsetkowy w 2017 roku wzrośnie o 15,4%, zaś marża odsetkowa o 12 p.b. Wzrost marży odsetkowej w 2017 roku jest związany ze wzrostem jaki bank odnotował w 3Q'16 na poziomie 28 p.b. Jednocześnie podwyżki stóp procentowych w 2018 roku powinny przełożyć się na 5 p.b. wzrost marży odsetkowej ze względu na niską wrażliwość ING na ruchy RPP.

Dywidenda poniżej średniej

Uważamy, że ING BSK nie wypłaci dywidendy z zysku netto za 2016 rok ze względu na niespełnienie wymogów KNF odnośnie CET1. Na koniec 3Q'16 wskaźnik CET1 wyniósł 13,8% wobec wymaganego 13,75%. Oczekujemy, że wskaźnik ten lekko spadnie ze względu na wycenę papierów wartościowych przez kapitał oraz wzrost RWA. Z drugiej strony oczekujemy, że ING BSK powróci do dywidendy w 2018 roku, która będzie ograniczona do 25% ze względu na dynamiczny rozwój banku.

Premia (ale niższa) uzasadniona

ING na wskaźniku 2017 P/BV 1,7x notowane jest z 20% premią do średniej na poziomie 1,4x. Uważamy, iż premia jest uzasadniona przez konserwatywny bilans oraz wysoki wskaźnik ROE. Niemniej jednak sądzimy, że niska dywidenda przez kolejne dwa lata powinna gwarantować dyskonto do takich banków jak Bank Pekao czy Handlowy.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	2 330,2	2 467,1	2 955,7	3 410,8	3 825,9
Wynik pozaodsetkowy	1 202,3	1 311,0	1 355,2	1 233,5	1 297,6
Koszty ogółem	1 929,7	2 155,7	2 078,1	2 138,7	2 213,1
Zysk operacyjny*	1 602,8	1 622,4	2 232,8	2 505,6	2 910,4
Zysk netto	1 040,7	1 127,0	1 305,3	1 461,3	1 648,9
Koszty/przychody (%)	54,6	57,1	48,2	46,1	43,2
ROE (%)	10,9	10,7	11,8	11,9	11,9
P/E (x)	20,9	19,3	16,7	14,9	13,2
P/BV (x)	2,1	2,0	1,9	1,7	1,5
DPS	4,4	4,0	4,3	0,0	2,8
Stopa dywidendy (%)	2,6	2,4	2,6	0,0	1,7

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	167,55 PLN
Cena docelowa	152,39 PLN
Kapitalizacja	19,8 mld PLN
Free float	5,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,8 mln PLN

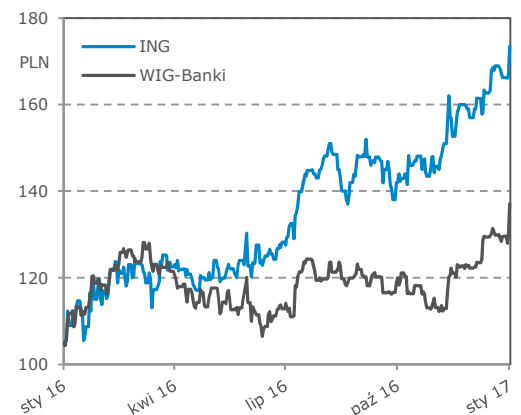
Struktura akcjonariatu

ING Bank N.V.	75,00%
Aviva OFE	6,05%
Pozostali	18,95%

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. 84%. 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	152,39	119,38	redukuje	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
ING BSK	167,55	152,39	-9,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P
WNDB	+8,3%	+6,5%
Zysk brutto	+25,7%	+27,3%
Zysk netto	+36,9%	+39,5%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Millennium: trzymaj (obniżona)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

W potrzasku kapitału

Obniżamy naszą pozytywną rekomendację kupuj do trzymaj oraz 9-miesięczną cenę docelową do 5,81 PLN na akcję. Nasza niższa wycena wynika z wpływu rekomendacji KSF oraz KNF na możliwości dywidendowe banku. Oczekujemy, że Bank Millennium nie wypłaci dywidendy przez co najmniej kolejne dwa lata. Wzrastający kapitał będzie miał również negatywny wpływ na ROE banku, które szacujemy, że spadnie z 10% w 2016 do 8,4% w 2017 r. Dodatkowo zysk netto jak i wskaźniki wypłacalności mogą zostać znacząco zmniejszone w przypadku przyjęcia przez Sejm tzw. ustawy spreadowej. Uważamy, że podwyższone wagi ryzyka do 150% oraz brak dywidendy w Banku Millennium są już obecnie w pełni wycenione przez rynek.

Obniżamy nasze prognozy na 2017 rok

Nasze prognozy na 2017 r. obniżamy o 7,5% co odzwierciedla nasze bardziej konserwatywne podejście do przychodów banku. Pomimo obniżki, nasze prognozy znajdują się 8,6% powyżej konsensusu na 2017 oraz 6,1% powyżej na 2018 rok. Nasze bardziej optymistyczne prognozy w dużej mierze wynikają z niższej prognozy na koszt ryzyka, który szacujemy na poziomie 52 p.b. w kolejnych latach. Oczekujemy, że zysk netto spadnie o 8,4% w 2017 roku (spadek ze względu na zdarzenia jednorazowe w 2016 r.) a następnie wzrośnie o 13,8% w 2018 roku.

Brak dywidendy

Na koniec 3Q'16 Millennium Bank zaraportował wysokie wskaźniki wypłacalności CET1 i TCR, które odpowiednio wyniosły 17,8% oraz 18,0%. Niemniej jednak bank nie może wypłacić dywidendy ze względu na kryteria redukujące wypłatę, jakie KNF przedstawił dla banków w swojej rekomendacji. Oczekujemy, że podniesienie wagi ryzyka do 150% zredukuje wskaźnik CET1 Millennium o 2,8 p.p. i odsunie znowu bank od możliwości wypłaty dywidendy. W naszych prognozach nie oczekujemy dywidendy przez najbliższe dwa lata.

Wynik odsetkowy z potencjałem

Oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie 2017 roku o 6,7%, a następnie o 8,3% w 2018. Uważamy, że Bank Millennium ma jeden z najwyższych kosztów finansowania, który nadal może zostać wykorzystany to poprawy marży odsetkowej w 2017 roku. Z drugiej strony wysoka podwyżka stóp procentowych w 2018 roku nie powinna przełożyć się na skokowy wzrost marży ze względu na niską wrażliwość banku na ruchy RPP.

Dyskonto uzasadnione

Na wskaźniku 2017 P/E 11,3x oraz 2018 P/E 10,0x bank notowany jest z odpowiednio 29% oraz 24% dyskontem do średniej polskiej. Bank Millennium zasługuje na dyskonto do średniej ze względu na znaczącą ekspozycję na kredyty w CHF, brak dywidendy oraz spadająca rentowność. Jednocześnie uważamy, że obecna cena rynkowa już odzwierciedla brak dywidend oraz podniesienie wag ryzyka dla Banku Millennium.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 454,1	1 365,2	1 502,4	1 602,7	1 736,2
Wynik pozaodsetkowy	854,2	874,0	1 098,4	840,0	858,7
Koszty ogółem	1 204,2	1 309,1	1 252,1	1 191,2	1 219,4
Zysk operacyjny*	1 104,2	930,1	1 348,7	1 251,6	1 375,4
Zysk netto	650,9	546,5	692,3	634,0	721,5
Koszty/przychody (%)	52,2	58,5	48,1	48,8	47,0
ROE (%)	11,7	9,0	10,2	8,4	8,6
P/E (x)	11,1	13,2	10,4	11,3	10,0
P/BV (x)	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
DPS	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy (%)	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	5,93 PLN
Cena docelowa	5,81 PLN
Kapitalizacja	7,19 mld PLN
Free float	3,59 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	8,5 mln PLN

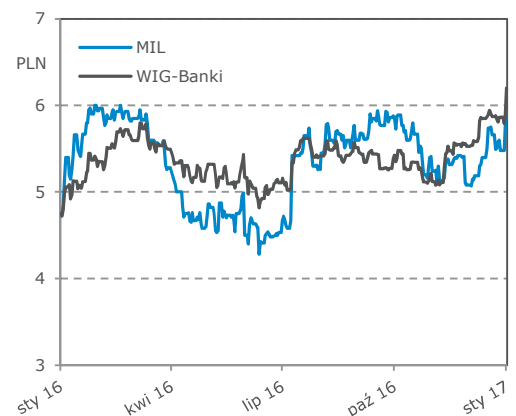
Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	8,66%
Aviva OFE	6,49%
Pozostali	34,75%

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	5,81	7,00	trzymaj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca		Potencjał zmiany	
	nowa	stara	nowa	stara
Millennium	5,93	5,81	-2,0%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu			2016P	2017P
WNDB			+9,7%	-5,7%
Zysk brutto			+25,4%	-7,5%
Zysk netto			+27,1%	-7,5%

Analitik:

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



piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Handlowy: akumuluj (podwyższona)

BHW PW; BHW.WA | Banki, Polska

Wrażliwy na ruchy stóp

Podwyższamy naszą rekomendację trzymaj do akumuluj dla Handlowego i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 85,00 PLN na akcję. Podwyższamy nasze prognozy na rok 2018, ale jednocześnie jesteśmy bardziej sceptyczni odnośnie 2017 roku, gdzie podwyższamy saldo rezerw oraz obniżamy wynik pozaodsetkowy. Oczekujemy, że Bank Handlowy będzie jednym z głównych beneficjentów podwyżek stóp procentowych w 2018 roku. Jednocześnie uważamy, że Handlowy obok Pekao będzie w stanie w sposób nieprzerwany oferować 100% wypłatę dywidendy w kolejnych latach. Na 2018 P/E Bank Handlowy notowany jest z 11,8% premią do grupy porównawczej wobec 13% premii na 5-letniej średniej do WIG Banków. Uważamy, że wyższa premia do średniej jest uzasadniona przez konserwatywny bilans (brak CHF, wskaźnik kredytów do depozytów na poziomie 55%), dywidendę oraz ponadprzeciętne ROE.

Konsensus nie uwzględnia podwyżek stóp procentowych

Uważamy, że konsensus jest zbyt optymistyczny na 2017 rok zarówno po stronie przychodowej (o 5,1%), jak i po stronie salda rezerw (o -31%). Z drugiej strony uważamy, że podwyżki stóp procentowych nie są jeszcze w prognozach rynku na 2018 rok, gdzie widzimy potencjał wzrostu o 3,8%, Oczekujemy, że zysk netto Banku Handlowego skurczy się o 6,5% w 2016 roku, o 5,4% w 2017 roku (+8,5% skorygowany o zysk VISA w 2016 roku), aby następnie wzrosnąć o 27,3% w 2018 roku.

Powtarzalna dywidenda

Oczekujemy, że Bank Handlowy wypłaci 100% dywidendy w latach 2016-18, co powinno przełożyć się na wskaźnik DY w przedziale 5,6-5,3%. Obecna polityka dywidendowa KNF zakłada, że aby wypłacić 100% zysku netto w formie dywidendy bank musi posiadać wskaźnik Tier 1 na poziomie 13,25% oraz TCR równy 16,25%, powiększone o bufor CHF i O-SII. Oczekujemy, że Bank Handlowy spełniać będzie ww. wymagania w długim okresie.

Bank handlowy skorzysta na podwyżce stóp

Wysoki udział kredytów konsumenckich w strukturze kredytów oraz depozytów bieżących powodują, że Bank Handlowy jest jednym z najbardziej wrażliwych banków na ruchy stóp procentowych. Oczekujemy, że podwyżka stóp w 2018 roku spowoduje wzrost marży odsetkowej aż o 34 p.b., zaś wyniku odsetkowego o 20% R/R. Nasza prognoza na wynik odsetkowy znajduje się 9% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2018 rok.

Premia gwarantowana

Bank Handlowy na wskaźniku 2018 P/E 14,7x notowany jest z 11,8% premią do polskiego sektora wobec 13% historycznie. Uważamy, że bank powinien być notowany z wyższą premią do sektora ze względu na najniższy wskaźnik kredytów do depozytów, jeden z najwyższych wskaźników wypłacalności, brak CHF, wysoką powtarzalną dywidendę oraz przyszłą dynamikę wyników.

(mIn PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 163,9	976,6	991,5	1 035,3	1 240,7
Wynik pozaodsetkowy	1 301,5	1 127,5	1 108,9	1 027,5	1 049,2
Koszty ogółem	1 315,6	1 330,6	1 237,7	1 217,2	1 246,2
Zysk operacyjny*	1 149,9	773,5	862,7	845,7	1 043,7
Zysk netto	947,3	626,4	585,9	554,2	705,5
Koszty/przychody (%)	53,4	63,2	58,9	59,0	54,4
ROE (%)	12,9	8,8	8,6	8,1	10,1
P/E (x)	11,0	16,6	17,7	18,7	14,7
P/BV (x)	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
DPS	7,2	7,4	4,7	4,5	4,2
Stopa dywidendy (%)	9,0	9,3	5,9	5,6	5,3

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	79,48 PLN
Cena docelowa	85,00 PLN
Kapitalizacja	10,38 mld PLN
Free float	2,60 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,9 mln PLN

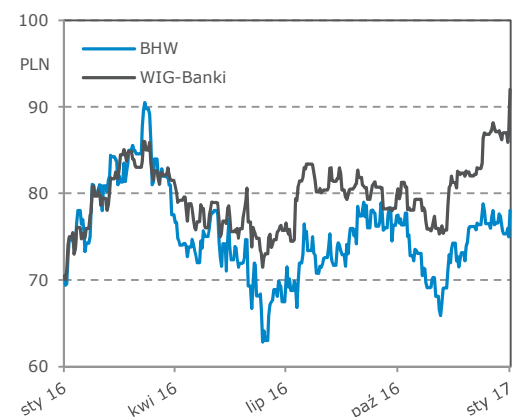
Struktura akcjonariatu

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 banku. W segmencie detalicznym bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Handlowy jest jednym z najlepiej dokapitalizowanych banków giełdowych ze współczynnikiem wypłacalności CET1 na poziomie 17,1%. Bank charakteryzuje także niski wskaźnik kredytów do depozytów, który na koniec 3Q'16 kształtował się na poziomie 56,18%.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	85,00	75,32	akumuluj	trzymaj
Spółka	Cena		Potencjał	
	bieżąca	docelowa	zmiany	
Handlowy	79,48	85,00	+6,9%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2016P	2017P	2018P
WNDB		-0,7%	-2,7%	+4,3%
Zysk brutto		-6,7%	-7,9%	+10,9%
Zysk netto		-5,6%	-7,6%	+14,2%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podtrzymana)

ALR PW; ALR.WA | Banki, Polska

Fuzja z sukcesem

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Alior Banku, ale obniżamy cenę docelową do poziomu 71,50 PLN na akcję. Podczas wyników za 3Q'16 Zarząd Alior Banku zrewidował swoje plany odnośnie fuzji z BPH skracając jej okres z 4 do 2 lat jednocześnie zmniejszając koszty z 650 mln PLN do 500 mln PLN. Uważamy, że Alior Bank pozytywnie zaskoczy rynek również w 4Q'16 rozpoznając tzw. badwill, który zostanie zrównoważony przez dużą część kosztów integracyjnych przeznaczoną na 2017 rok. Jednocześnie uważamy, że piętą achillesową Alior Banku pozostaje poziom kapitałów, który powinien jednak spełniać wymogi regulatora nawet po dodaniu bufora O-SII na poziomie 0,25% po zakończeniu fuzji z BPH oraz po wzroście bufora zabezpieczającego w 2018 roku. Nie wykluczamy, że Alior Bank ponowi próby przejścia kolejnego banku co tym razem powinno spotkać się z większym uznaniem rynku ze względu na historyczny, pozytywny „track-record”.

Konsensus za niski na 2018

Podnosimy nasze prognozy na lata 2017-18, aby odzwierciedlić szybszą od planowanej fuzję Aliora z BPH. Oczekujemy, że całe koszty integracyjne zostaną poniesione do końca 1H'16. W naszych prognozach pozostajemy negatywni odnośnie dynamiki wyniku prowidynowego, który znajduje się 6% i 4% poniżej konsensusu na 2017-18. Oczekujemy, że zysk netto po spadku o 51,6% w '17 związanym z kosztami integracji, w '18 wzrośnie aż o 288%.

Kapitał największym zmartwieniem

Oczekujemy, że Alior na koniec 2016 roku zaraportuje wskaźnik CET1 na poziomie 11,0% oraz TCR na poziomie 13,8%. Wskaźniki te znajdują się lekko powyżej minimalnych wymaganych przez KNF na poziomie 10,25% oraz 13,25%. Oczekujemy, że wymogi kapitałowe zaostrzą się dla Alior Banku w kolejnych dwóch latach. Oczekujemy, że Alior po fuzji z BPH otrzyma bufor O-SII w wysokości 25 p.b., a następnie wymogi zostaną podwyższone przez KNF dla sektora o 0,7 p.b. w 2018 roku (bufor zabezpieczający). Wraz z wolniejszą akcją kredytową Alior Bank powinien stopniowo powiększać swoją nadwyżkę kapitałową.

Powrót do negocjacji możliwy

Uważamy, że niepowodzenie negocjacji odnośnie przejścia Raiffeisen Polbanku spowodowane były głównie przez napiętą sytuację kapitałową głównego akcjonariusza Aliora – PZU. Uważamy, że prawdopodobny jest powrót do negocjacji z RBI po podniesieniu kapitału przez PZU w 1H'17. Oczekujemy, że ze względu na pozytywny „track-record” na rynku przyjeżdż Aliora, informacja zostanie tym razem pozytywnie odebrana przez rynek.

Wycena z dyskontem uzasadniona

Uważamy, że Alior Bank powróci do swojej wysokiej rentowności (ROE >9%) w 2018 roku. Niemniej jednak szacujemy, że wskaźniki wypłacalności będą nadal znajdować się poniżej średniej przez kolejne 2 lata. Uważamy że coraz wyższa rentowność, ale i brak dywidendy oraz wysokie ryzyko związane z szybką ekspansją umiejscawiają Alior Bank poniżej średniej dla polskiego sektora bankowego (13,5x P/E na 3-letniej średniej).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 229,6	1 501,0	1 848,4	2 693,3	2 991,2
Wynik pozaodsetkowy	663,4	695,2	893,6	948,9	979,1
Koszty ogółem	945,2	1 138,1	1 419,3	2 257,0	1 858,7
Zysk operacyjny*	947,7	1 058,1	1 322,7	1 385,2	2 111,6
Zysk netto	322,7	309,6	335,9	162,5	630,2
Koszty/przychody (%)	49,9	51,8	51,8	62,0	46,8
ROE (%)	12,4	9,5	7,0	2,6	9,3
P/E (x)	13,4	14,4	18,6	49,3	12,7
P/BV (x)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1
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	61,95 PLN
Cena docelowa	71,50 PLN
Kapitalizacja	4,50 mld PLN
Free float	3,19 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	57,0 mln PLN

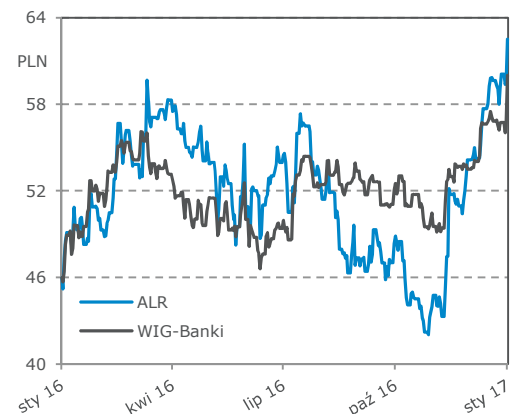
Struktura akcjonariatu

PZU SA	25,19%
PZU Życie oraz TFI PZU	4,03%
Aviva OFE	7,17%
Pozostali	63,61%

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 (36%) 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 (183 p.b. na koniec 2016 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	71,50	75,93	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Alior Bank	61,95	71,50	+15,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
WNDB	+12,0%	-3,7%	-0,8%
Zysk brutto	+1,7%	+41,8%	+26,1%
Zysk netto	+0,5%	+257,1%	+40,0%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Getin Noble Bank: kupuj (podtrzymana)

GNB PW; GNB.WA | Banki, Polska

Wyceniony ze zbyt głębokim dyskontem

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Getin Noble Banku, jednocześnie obniżając 9-miesięczną cenę docelową do 2,14 PLN na akcję. Niższa cena docelowa odzwierciedla wyższe wymogi kapitałowe, które naszym zdaniem zmuszą bank do emisji akcji. Oczekujemy, że wyniki GNB pozostaną pod presją w 2017 roku ze względu na sekurytyzację aktywów w celu poprawy pozycji kapitałowej oraz ograniczoną akcją kredytową. Niemniej jednak oczekujemy, że zysk netto wzrośnie z 4,5 mln PLN w 2016 r. do 192,1 mln PLN w 2017 dzięki poprawie działalności podstawowej oraz sprzedaży znaczących portfeli NPL (>1 mld PLN). Pomimo bardzo dynamicznego wzrostu zysku netto ROE GNB pozostanie na poziomie 4%, znacznie poniżej kosztu kapitału. Na 2018P wyceniamy obecnie GNB na 0,4x P/BV co przekłada się na 27% potencjał wzrostu.

Mozolna odbudowa wyników

Obniżyliśmy nasze prognozy dla GNB o 8,2% na 2017 rok głównie ze względu na niższe prognozy odnośnie wyniku prowizyjnego. Uważamy, że największy potencjał do poprawy wyników drzemie w kosztach odsetkowych, które generowane są głównie przez depozyty terminowe (82% depozytów ogółem). Obniżenie kosztów finansowania w głównej mierze przyczyni się do wzrostu wyniku odsetkowego o 4,6% w 2017. Oczekujemy, że wynik odsetkowy zostanie dodatkowo wsparty w 2018 roku przez podwyżkę stóp procentowych i wzrośnie o 12,1%. Nasze prognozy zysku netto są 32,0% powyżej konsensusu na 2017 rok oraz 34,0% powyżej na 2018 rok.

Słaba pozycja kapitałowa

Oczekujemy, że na koniec 2016 roku GNB wykaże CET1 na poziomie 12,5%. Niemniej jednak w 2017 roku oczekujemy negatywnego efektu na CET1 w wysokości ~1,7 p.p. z tytułu podwyższenia wagi ryzyka na kredyty FX do 150%. Uważamy, że oprócz zatrzymania zysku netto GNB również sięgnie po podwyższenie kapitału w wysokości 200 mln PLN przygotowując się na kolejne podwyżki minimalnych wskaźników (od 2018 wzrasta bufor zabezpieczający). Wyższe, od przez nas oczekiwanego, podwyższenie kapitału może mieć miejsce w przypadku wejścia w życie ustawy spreadowej. Niedobór kapitału szacujemy na 789 mln PLN, który można pokryć emisją akcji lub redukcją RWA o 6,5 mld PLN.

Najtańszy bank w zestawieniu

GNB jest najtańszym analizowanym przez nas bankiem. Uzasadnione jest to przez niskie współczynniki wypłacalności w porównaniu z ekspozycją banku na kredyty CHF, które mogą stać się przedmiotem restrukturyzacji. Obecnie na wskaźniku P/BV 2017/18P 0,3x bank notowany jest z bardzo wysokim dyskontem do średniej na poziomie 1,4x i 1,3x. Uważamy, że emisja kapitału powinna poprawić sentyment do banku, który ze względu na bardzo niską rentowność wyceniamy na 0,4x P/BV.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	1 430,5	1 195,7	1 305,4	1 365,2	1 530,2
Wynik pozaodsetkowy	525,8	466,3	253,3	205,3	243,7
Koszty ogółem	923,0	1 193,0	860,5	857,3	864,0
Zysk operacyjny*	1 033,3	469,0	698,2	713,2	909,9
Zysk netto	360,0	44,2	4,5	192,1	368,4
Koszty/przychody (%)	47,2	71,8	55,2	54,6	48,7
ROE (%)	7,3	0,9	0,1	3,6	6,4
P/E (x)	4,1	33,6	326,8	8,9	4,6
P/BV (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
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	1,68 PLN
Cena docelowa	2,14 PLN
Kapitalizacja	1,48 mld PLN
Free float	0,66 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,1 mln PLN

Struktura akcjonariatu

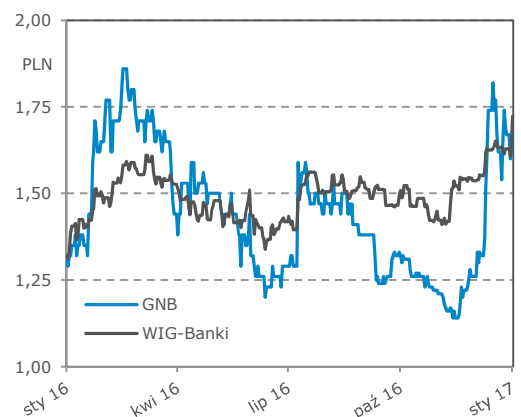
LC Corp B.V.	38,18%
Leszek Czarnecki	9,99%
Getin Holding	7,56%
NN OFE	6,79%
Aviva OFE	5,00%

Pozostali 32,48%

Profil spółki

Bank prowadzi działalność na rynku polskim i w chwili obecnej jest „prawie” niezależny od Getin Holdingu, innego podmiotu kontrolowanego przez Leszka Czarneckiego. Getin Noble Bank jest bankiem detalicznym, zarówno pod kątem struktury portfela kredytowego, jak i bazy depozytowej. Getin Noble Bank pozostaje bankiem najsłabiej skapitalizowanym, wśród tych przez nas analizowanych ze wskaźnikiem Tier-1 na poziomie 12,45%. Pozostałe wyzwania dla banku to poprawa marży odsetkowej.

Kurs akcji GNB na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
GNB	2,14	2,89	kupuj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
GNB	1,68	2,14	+27,3%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2016P	2017P	
WNDB		-4,7%	-15,4%	
Zysk brutto		-86,2%	-51,0%	
Zysk netto		-96,0%	-8,2%	

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Komerční Banka: akumuluj (podtrzymana)

KOMB CP; BKOM.PR | Banki, Czechy

Nadal atrakcyjna dywidenda

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla Komerční Banka oraz podwyższamy cenę docelową do poziomu 1 011,37 CZK na akcję, co implikuje 13% potencjał wzrostu. Uważamy, że pomimo trudnego środowiska operacyjnego perspektywy dla rynku czeskiego są bardzo obiecujące. Niskie bezrobocie, wzrost gospodarczy oraz oczekiwane podwyżki stóp procentowych powinny pozytywnie przekładać się na wyniki banku w kolejnych latach. Ponadto, dywidenda Komerční Banka (nawet pomimo obniżki) ze wskaźnikiem DY na poziomie 4,5% pozostaje jedną z najwyższych wśród banków w regionie CEE. Obecnie na 12M fwd P/E Komerční Banka notowany jest z 3% dyskontem do WIG Banków wobec 4% na 5-letniej średniej. Niemniej jednak ze względu na wyższe oczekiwane ROE (12% vs. 8%) oraz stopę dywidendy (4-5% vs. 2%) uważamy, że jakiegokolwiek dyskonto do polskich banków jest nieuzasadnione. Obecna wycena rynkowa stwarza okazję inwestycyjną.

Ostatni trudny rok przed bankiem

Nasze prognozy na 2016 rok podwyższyliśmy o 6,4% głównie ze względu na zysk jednorazowy z tytułu transakcji CATAPS. Jednocześnie podwyższamy nasze oczekiwania na rok 2017 aż o 8%, co jest konsekwencją rewizji prognozy wyniku odsetkowego. Nasze prognozy znajdują się 3,0% powyżej konsensusu na rok 2017 i 9,0% powyżej na 2018 rok. Oczekujemy, że zysk netto skorygowany o zdarzenia jednorazowe wzrośnie o 1,1% w 2017 roku, aby następnie wzrosnąć o 10,5% w 2018 roku.

Nadal bardzo wysoka dywidenda

W odpowiedzi na wyższe wymagania kapitałowe nałożone na KB przez Bank Centralny (CET1 15,5%), Zarząd KB postanowił znormalizować dywidendę rok wcześniej niż planował. Zarząd KB zamierza wypłacić 61% powtarzalnego zysku netto w 2017 roku co przekłada się na 55% zaraportowanego zysku netto z 2016 roku. Uważamy, że dywidenda z 2016 roku wyniesie 40 CZK/akcję, zaś w 2018 roku wyniesie 41 CZK/akcję (odpowiednio DY na poziomie 4,5% i 4,6%). Niemniej jednak, DY Komerční Banka pozostaje jednym z najbardziej atrakcyjnych w regionie (DY MSCI EME Financials na poziomie 3,5%). Na podstawie naszego spotkania z czeskim Bankiem Centralnym uważamy, że jest możliwa chociaż mało prawdopodobna kolejna podwyżka minimalnego wskaźnika dla KB o 50 p.b. co mogłoby wywołać kolejną presję na dywidendę.

Zasługuje na premię do polskich banków

Obecnie, Komerční Banka notowany jest na wskaźniku 2017 P/E 13,2x i 2018 P/E 11,9x z odpowiednio 18% oraz 9% dyskontem do polskich banków (16,0x i 13,2x). Uważamy, iż dyskonto jest nieuzasadnione. Bank charakteryzuje się wyższą stopą dywidendy (4-5% wobec 2% w WIG Banki), wyższą rentownością (2017 ROE 12% wobec 8% w WIG Banki) oraz działa w stabilnym środowisku operacyjnym (brak podatku bankowego oraz ekspozycji na CHF).

(mIn CZK)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	21 423	21 357	21 148	22 159	23 957
Wynik pozaodsetkowy	9 254	9 687	10 593	9 741	10 011
Koszty operacyjne	13 065	14 352	13 901	13 970	14 177
Zysk operacyjny*	17 612	16 692	17 841	17 930	19 791
Zysk netto	12 954	12 759	13 710	12 786	14 123
Koszty/przychody (%)	42,6	46,2	43,8	43,8	41,7
ROE (%)	13,0	12,2	13,2	11,8	12,3
P/E (x)	13,0	13,2	12,3	13,2	11,9
P/BV (x)	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
DPS	46,0	62,0	62,0	40,0	41,0
Stopa dywidendy (%)	5,2	6,9	6,9	4,5	4,6

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	892,60 CZK
Cena docelowa	1 011,37 CZK
Kapitalizacja	168,57 mld CZK
Free float	66,75 mld CZK
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	283,5 mln CZK

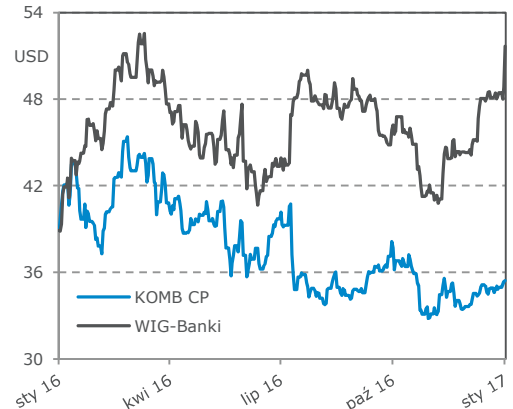
Struktura akcjonariatu

Société Générale S.A.	60,4%
Pozostali	39,6%

Profil spółki

Komerční Banka jest jednym z największych banków w Czechach. Bank prowadzi uniwersalną działalność obsługując zarówno korporacje, jak i klientów detalicznych. Portfel kredytowy Komerční Banka składa się obecnie w 41% z portfela kredytów hipotecznych, w 6% z kredytów konsumenckich oraz w 53% z kredytów korporacyjnych. Pomimo znaczącego kapitału nadwyżkowego bank charakteryzuje się wysokim zwrotem z kapitałów własnych na poziomie ~12%. Bank utrzymuje charakteryzuje bardzo niski koszt ryzyka, który odzwierciedla bardzo dobre środowisko operacyjne w Czechach.

KOMB CP vs. WIG Banki (w USD)



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Komerční Banka	1011,37	980,00	akumuluj	akumuluj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
Komerční Banka	892,60	1011,37 CZK	+13,3%	
Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2016P	2017P	2018P
WNDB		+0,4%	+4,6%	+2,2%
Zysk brutto		+4,5%	+8,2%	+2,9%
Zysk netto		+6,4%	+8,5%	+3,0%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Erste Bank: kupuj (podtrzymana)

EBS AV; ERST.VI | Banki, Austria

Najatrakcyjniejszy w regionie

Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla Erste Banku i podwyższamy ceną docelową do poziomu 35,98 EUR na akcję. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs Erste Banku wzrósł o 3,3% (w USD). Erste Bank w 2016 roku zaskoczył inwestorów bardzo niskim saldem rezerw, które zwiastuje poprawiającą się sytuację gospodarczą. Wraz z normalizacją kosztu ryzyka oczekujemy spadku zysku netto w 2017 roku o 4,3%. Nasza prognoza ROTE na poziomie 10,6% dla 2017 roku jest zgodna z oczekiwaniami Zarządu, który wskazał poziom ROTE >10%. Uważamy, że prognoza Zarządu może być konserwatywna, a bank może nadal zaskoczyć rynek utrzymującym się niskim kosztem ryzyka w kolejnych latach. Preferujemy inwestycje w Erste Bank wobec polskiego sektora bankowego ze względu na bardziej atrakcyjną wycenę oraz potencjał dywidendowy.

Normalizacja wyników w 2017 roku

Oczekujemy, że zysk netto Erste Banku spadnie o 4,3% w 2017 roku, co przełoży się na wskaźnik ROTE na poziomie 10,6%. Spadek wyniku jest głównie pochodną rosnącego kosztu ryzyka, który naszym zdaniem na poziomie 13 p.b. jest nie do utrzymania w średnim terminie oraz znaczących zdarzeń jednorazowych w 2016 roku. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami Zarządu, które wskazują na 2017 ROTE >10%. Nasze prognozy są 5% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na 2017 rok oraz 17% na 2018.

Wysoka baza w 2016 roku

W 2017 roku oczekujemy 17,2% spadku zysku netto w segmencie CEE. Spadek jest efektem wysokiej bazy 2016 roku, wspartej przez zysk jednorazowy z tytułu VISA. W 2018 roku oczekujemy, że zysk netto segmentu CEE wzrośnie o 11,6%, a Austrii o 3,4%. Wzrost zysku netto powinien być głównie zasługą rosnących wolumenów kredytowych przy stabilnej marży odsetkowej.

Atrakcyjna dywidenda

Zarząd Erste Banku zarekomendował dywidendę w wysokości 1 EUR na akcję. Dywidenda przekłada się na wskaźnik dividend yield na poziomie 3,5% oraz stanowi 31% zysku netto. Oczekujemy, że Erste Bank wypłaci również 1 EUR na akcję w 2018 roku.

Widzimy potencjał dla wyceny

Erste Bank na wskaźniku 2017 P/E 9,9x notowany jest z odpowiednio 29% dyskontem do banków w regionie CEE (14,0x) oraz z 38% dyskontem do polskich banków. Uważamy, iż Erste Bank powinien być notowany z dyskontem do OTP Banku, który oferuje najwyższy wskaźnik ROE (14%) na rynku. Niemniej jednak ze względu na ROE ~10%, DY ~3% oraz ekspozycję na rynki CEE uważamy, że Erste zasługuje na niższe dyskonto do wskaźników regionalnych.

(mIn EUR)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	4 495,2	4 444,7	4 346,5	4 430,6	4 616,8
Wynik pozaodsetkowy	2 202,1	2 139,3	2 080,2	2 124,9	2 190,4
Koszty ogółem	5 085,1	3 979,6	3 758,1	3 959,6	3 987,5
Zysk operacyjny*	1 356,0	2 368,2	2 271,9	2 480,2	2 715,6
Zysk netto	-1 382,6	968,2	1 293,3	1 237,1	1 388,3
Koszty/przychody (%)	75,9	60,4	58,5	60,4	58,6
ROE (%)	-	9,3	11,2	9,9	10,3
P/E (x)	-	12,7	9,5	9,9	8,9
P/BV (x)	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
DPS	0,2	0,0	0,5	1,0	0,9
Stopa dywidendy (%)	0,7	0,0	1,7	3,5	3,3

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	28,60 EUR
Cena docelowa	35,98 EUR
Kapitalizacja	11 175 mln EUR
Free float	3 286 mln EUR
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	41,5 mln EUR

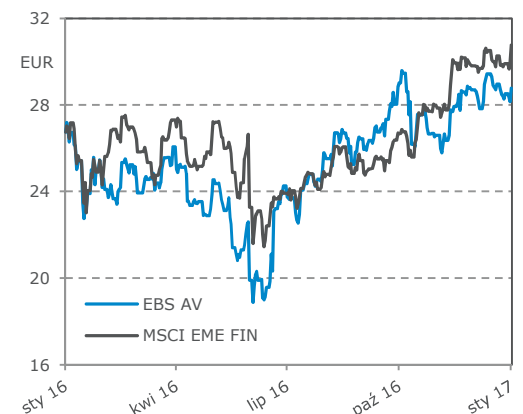
Struktura akcjonariatu

Investorzy strategiczni	29,4%
Caixa Bank	9,9%
Pozostali	60,7%

Profil spółki

Erste Group jest bankiem regionalnym oferującym uniwersalne usługi w zakresie bankowości detalicznej, korporacyjnej i inwestycyjnej. Bank poprzez swoje oddziały operuje w takich krajach jak Austria, Czech i Słowacja, Rumunia czy Węgry. W 2013 roku bank sprzedał swoje operacje na Ukrainie. Jednocześnie, Erste Bank rozważa dalszą ekspansję na rynki CEE włączając Polskę

Kurs akcji EBS na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Erste Bank	35,98	32,34	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Erste Bank	28,60	35,98 EUR	+25,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P
WNDB	-4,4%	-5,4%
Zysk brutto	+3,6%	-10,0%
Zysk netto	+12,4%	-3,5%

Analitik:

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

piątek, 27 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

OTP Bank: trzymaj (podwyższona)

OTP HB; OTPB.BU | Banki, Węgry

Wyceniony z premią do sektora

Podnosimy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj dla OTP Banku oraz 9-miesięczną cenę docelową do 9 031,25 HUF na akcję. Uważamy, że znaczący wzrost kursu przez ostatnie 12 miesięcy (+51,9% w USD wobec +37,8% indeksu BUX oraz +36,3% indeksu MSCI EME Financials) w pełni odzwierciedlił potencjał OTP Banku w wycenie rynkowej. Uważamy, iż obecna premia z jaką OTP Bank jest notowany do spółek porównywalnych w pełni odzwierciedla konserwatywny bilans banku (kredyty/depozyty 68%; Tier1 13,2%), coraz niższy podatek bankowy, brak znaczącej ekspozycji na CHF czy poprawiającą się sytuację gospodarek regionu CEE. Ponadto uważamy, iż średnie oczekiwania rynkowe na lata 2017-18 mają ograniczony potencjał do wzrostu.

Spadek zysku netto w 2017

Nasze prognozy znajdują się 3% powyżej konsensusu na lata 2017-18. Oczekujemy spadku zysku netto w 2017 roku o 4,0%, a następnie jego wzrostu o 9,1% w 2018 roku. Spadek zysku w 2017 roku wynika z wysokiej bazy w 2016 wspartej przez zysk jednorazowy z tytułu VISA, ale również ze względu na normalizację kosztu ryzyka. Oczekujemy, że koszt ryzyka wzrośnie z 120 p.b. w 2016 do 148 p.b. w 2017 roku i 141 p.b. w 2018. Nasza prognoza zysku netto znajduje się w przedziale prognozy Zarządu.

Spadek zysku netto na Węgrzech...

Oczekujemy, że zysk netto węgierskiej części OTP Banku spadnie o 12,1% R/R w 2017 roku. Spadek będzie głównie pochodną normalizacji kosztu ryzyka, który w 2016 wyniósł zaledwie 16 p.b. Na Węgrzech oczekujemy stabilizacji marży odsetkowej (4,05%) oraz przyspieszenia wolumenów kredytowych (+8,5% R/R).

...oraz poprawa w Rosji

Oczekujemy, że segment w Rosji poprawi wynik netto w 2017 roku o 44,6% R/R. Poprawa będzie głównie skutkiem dobudowy wyniku na działalności podstawowej (+10,8% R/R) oraz dalszym spadkiem kosztu ryzyka (z 8% w 2016 do 7% w 2017). Wyniki powinny być dodatkowo wsparte przez umacniającą się walutę rosyjską.

Podatki dalej spadają

Oczekujemy, że specjalny podatek bankowy zostanie dalej zredukowany z 53 p.b. w 2015 roku i 31 p.b. w 2016 roku oraz do 21 p.b. w 2017 i 2018 roku. Obecnie szacujemy, że podatek bankowy w 2017 roku wyniesie zaledwie 13,2 mld HUF. Ponadto oczekujemy w 2017 roku redukcji CITu na Węgrzech do 9%.

Adekwatnie wyceniony

OTP Bank jest notowany z 16-13% premią na wskaźniku 2016-18 P/BV do średniej CEE. Uważamy, że premia jest uzasadniona ze względu na konserwatywny bilans (niski L/D) oraz najwyższe wśród analizowanych przez nas banków ROE (14%). Niemniej jednak ze względu na przeciętną dywidendę oraz gorszą dynamikę wyników wobec spółek porównywalnych uważamy, że obecna premia jest już adekwatna.

(mld HUF)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wynik odsetkowy	635,3	553,0	518,3	537,8	554,6
Wynik pozaodsetkowy	386,5	412,2	428,4	437,7	451,1
Koszty operacyjne	411,5	392,3	398,5	405,0	406,3
Zysk operacyjny*	417,1	366,8	334,0	351,7	373,9
Zysk netto**	-102,0	63,6	221,7	212,9	232,3
ROE (%)	-	5,1	16,8	14,3	14,2
P/E (x)	-	37,6	10,8	11,2	10,3
P/BV (x)	1,9	1,9	1,7	1,5	1,4
DPS	146,9	147,0	181,7	222,9	230,8
Stopa dywidendy (%)	1,6	1,6	2,0	2,5	2,6

*zysk operacyjny przed kosztami rezerw; **zysk netto przypadający akcjonariuszom

Cena bieżąca	8 950,00 HUF
Cena docelowa	9 031,25 HUF
Kapitalizacja	2 506 mld HUF
Free float	2 506 mld HUF
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	7,6 mld HUF

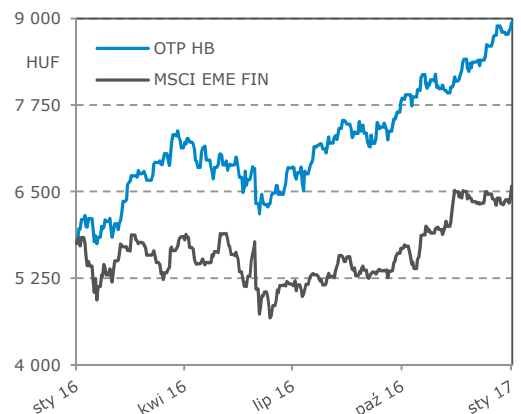
Struktura akcjonariatu

Megdet, Timur i Ruszlan Rahimkulov	8,61%
MOL	8,69%
Groupama	8,22%
Pozostali akcjonariusze	74,48%

Profil spółki

OTP Bank jest bankiem uniwersalnym, operującym na rynkach Europy Środkowej i Wschodniej. Największe operacje OTP Bank prowadzi na Węgrzech, w Bułgarii oraz w Rosji. Bank nie posiada strategicznego inwestora.

Kurs akcji OTP na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
OTP Bank	9 031,25	6 487,00	trzymaj	redukuj
Spółka	Cena		Potencjał zmiany	
	bieżąca	docelowa		
OTP Bank	8 950,00	9 031,25 HUF		+0,9%
Zmiana prognoz od ostatniego raportu			2016P	2017P
WNDB			-4,1%	-3,2%
Zysk brutto			+15,6%	-6,6%
Zysk netto			+27,6%	-0,1%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@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 Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących emitentów: PKO BP, Pekao.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną umowę o świadczenie usług maklerskich z następującymi emitentami: Alior Bank, BZ WBK, Erste Bank, Getin Noble Bank, Handlowy, ING BSK, Millennium, OTP Bank, Pekao, PKO BP

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał wynagrodzenie za świadczone usługi od następujących emitentów: Alior Bank, BZ WBK, Erste Bank, Getin Noble Bank, Handlowy, ING BSK, Millennium, OTP Bank, Pekao, PKO BP.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 stycznia 2017 o godzinie 08:52.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 stycznia 2017 o godzinie 08:52.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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.

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 poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
ALIOR BANK

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-05-24	2016-04-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	55,40	70,40	60,20
WIG w dniu rekomendacji	46 042,23	48 285,21	44 294,89

BZ WBK

rekomendacja	trzymaj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2016-08-03	2016-07-05	2016-05-06	2016-04-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	301,25	262,30	257,05	295,55	297,50	260,20
WIG w dniu rekomendacji	47 031,70	44 294,15	46 430,16	47 790,29	46 448,27	44 294,89

ERSTE BANK

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	26,17 EUR
WIG w dniu rekomendacji	44 294,89

GETIN NOBLE BANK

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	1,38
WIG w dniu rekomendacji	44 294,89

HANDLOWY

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-10-05	2016-07-05	2016-06-02	2016-05-20	2016-05-06	2016-04-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	78,08	68,38	72,57	75,29	72,69	85,85	84,41	74,46
WIG w dniu rekomendacji	47 900,66	44 294,15	44 700,67	45 751,68	46 430,16	47 790,29	46 448,27	44 294,89

ING BSK

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-10-05	2016-08-03	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	146,90	134,50	121,45	111,00
WIG w dniu rekomendacji	47 900,66	47 031,70	46 448,27	44 294,89

KOMERCNI BANKA

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-11-04	2016-09-29	2016-06-02	2016-05-06	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	891,50 CZK	834,90 CZK	948,00 CZK	4624,00 CZK	4942,00 CZK	5239,00 CZK
WIG w dniu rekomendacji	47 899,61	47 317,71	44 700,67	46 430,16	46 448,27	44 294,89

MILLENNIUM

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	5,20
WIG w dniu rekomendacji	44 294,89

OTP BANK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-10-05	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	7498,00 HUF	6900,00 HUF	6155,00 HUF
WIG w dniu rekomendacji	47 900,66	47 790,29	44 294,89

PEKAO

rekomendacja	trzymaj	redukuj	sprzedaj	redukuj
data wydania	2016-08-03	2016-07-05	2016-03-04	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	124,75	129,65	156,70	139,40
WIG w dniu rekomendacji	47 031,70	44 294,15	46 448,27	44 294,89

PKO BP

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	24,84
WIG w dniu rekomendacji	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

Paweł Szpigił
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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