

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

Banki

Polska

Gambit frankowy

Przed wyrokiem TSUE i Sądu Najwyższego (SN) zajmujemy wyraźną pozycję i zalecamy kontynuowanie przeważania polskiego sektora bankowego. Jesteśmy umiarkowanymi optymistami i uważamy, że trybunał jak i sąd uznają umowy za nieważne, ale pozwolą bankom ubiegać się o odszkodowanie za używanie kapitału (co nie jest jednoznaczne z jego uzyskaniem), co z kolei popchnie 70% klientów do ugód na zasadach KNF, a pozostałe 30% do sądu. Naszą tezę stawiamy na podstawie historycznych wyroków jakie zapadały w sprawie o odszkodowania o czym piszemy w dalszej części raportu. W efekcie banki zanotują znaczące odpisy jednorazowe na poczet 2021 roku, a pozostała, mało znacząca, część kosztów sądowych zostanie rozłożona na kolejne 4 lata. Wyniki sektora oczyszczone o odpisy powinny zanotować znaczącą poprawę w 2022 roku, z ROE sięgającym 11%, a potencjał dywidendowy powinien zostać odblokowany. Warto pamiętać, że polski sektor bankowy dysponuje cały czas znaczącą nadwyżką kapitałową, która pomimo konwersji franków nadal może trafić do akcjonariuszy. Poprawa rentowności, dywidendy i eliminacja ryzyka systemowego powinny przekonać sceptyków, a polski sektor bankowy pojawi się na nowo na radarze inwestorów zagranicznych. Uważamy, że argumenty te spowodują, że dyskonto z jakim polskie banki notowane są do spółek porównywalnych z CE3 przestanie mieć rację bytu. Na naszych cenach docelowych wyceniamy sektor na 2022 1,0x P/BV wobec czeskiego sektora na poziomie 1,1x i OTP na poziomie 1,3x. W scenariuszu pesymistycznym (około 100 mld PLN odpisu dla sektora) oczekujemy turbulencji na rynku kapitałowym, ale warto podkreślić, że większość banków poradzi sobie bez potrzeby emisji kapitału nawet przy jednorazowych rezerwach.

Jest w czym przebierać

Uważamy, że sektor poradzi sobie z ewentualnymi odpisami i utrzyma nadwyżki kapitałowe, a postępujący re-rating spowodowany zdjęciem ryzyka walutowego będzie mocno pchać wyceny do góry. W naszym bazowym scenariuszu zdecydowanie największy potencjał wzrostu widzimy w SPL, PEO oraz BNP gdzie dwa ostatnie banki są odporne na różne kombinacje wyroku SN. W raporcie podwyższamy także rekomendacje na BHW i ALR, które powinny być biernymi beneficjentami re-ratingu. W negatywnym scenariuszu (odpis 100 mld PLN) oczekujemy turbulencji, ale zaznaczamy że większość banków może zaksięgować jednorazowe rezerwy bez potrzeby emisji akcji. Najbardziej problematyczny jest Bank Millennium (trzymaj). Po ostatnich wzrostach uważamy, że stosunek ryzyko/nagroda jest zbyt mało atrakcyjny.

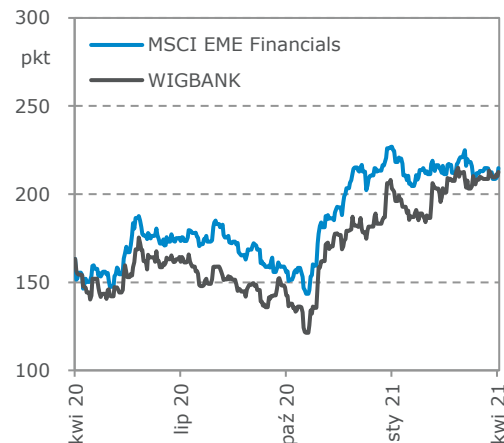
Polski sektor wraca na radary

WIG Banki jest notowany na 0,7x P/BV i uważamy, że jest to okazja. Historycznie sektor bankowy był notowany na 12M forward P/BV 1,6x w latach 2010-15 i 1,1x w latach 2015-20. Chociaż środowisko operacyjne jest kompletnie inne niż w latach 2010-15 (podatek bankowy, niskie stopy) to uważamy, że po rozwiązaniu kwestii franków przynajmniej re-rating do poziomów z 2016-20 jest zasadny, szczególnie, że i dywidendy i ROE będą wyższe niż w ww. okresie. Nie widzimy także powodu aby polski sektor bankowy był nadal omijany przez inwestorów zagranicznych.

Spółka	P/E			P/BV			ROE (%)		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
PKO	-	9,87	9,10	0,97	0,88	0,86	-	9,34	9,56
PEO	13,85	9,49	8,37	0,76	0,73	0,70	5,57	7,81	8,50
SPL	-	9,82	9,06	0,82	0,76	0,74	-	8,02	8,28
ING	13,93	13,05	12,52	1,17	1,13	1,07	8,70	8,81	8,80
BNP	16,11	8,21	7,32	0,78	0,72	0,67	4,94	9,10	9,48
MIL	-	7,35	6,09	0,75	0,69	0,62	-	9,75	10,72
BHW	7,76	12,73	12,12	0,69	0,71	0,70	9,22	5,47	5,79
ALR	12,61	9,28	6,95	0,46	0,43	0,39	3,70	4,77	5,91

WIG-Banki	5 565
MSCI EME Financials	217
2022P P/E	10,3x
2022P P/BV	0,8x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	40,00	32,40	kupuj	kupuj
PEO	102,00	75,93	kupuj	kupuj
SPL	283,70	238,14	kupuj	kupuj
ING	190,00	143,10	trzymaj	redukuj
BNP	90,00	64,45	kupuj	akumuluj
MIL	4,20	2,88	trzymaj	trzymaj
BHW	49,50	36,45	akumuluj	trzymaj
ALR	30,00	18,78	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO	33,15	40,00	+20,66%
PEO	76,24	102,00	+33,79%
SPL	211,80	283,70	+33,95%
ING	181,00	190,00	+4,97%
BNP	66,60	90,00	+35,14%
MIL	3,80	4,20	+10,53%
BHW	43,25	49,50	+14,45%
ALR	24,13	30,00	+24,33%

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

PKO BP: kupuj (podtrzymana)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

O krok od rozwiązania problemu

Uważamy, że PKO BP będzie pionierem wprowadzania ugód CHF, ale zmiany dat obradowania Sądu Najwyższego pokrzyżują plany zaksięgowania ich kosztu jeszcze w 2020 roku. Szacujemy, że odpis netto na poziomie 6,1 mld PLN spowoduje stratę netto na poziomie 1,8 mld PLN w 2021 roku. Zakładając, że 30% klientów nie zdecyduje się na ugody KNF, ale pójdzie do sądu szacujemy, że PKO będzie zawiązywać dodatkowe 250 mln PLN rezerw przez kolejne 4 lata. Pomimo dodatkowych rezerw wynik netto powinien odbić do 4,1-4,5 mld PLN w kolejnych 2 latach, co przekłada się na ROE na poziomie 9-10%. Oczekujemy także, że od 2023 roku bank zacznie wypłacać 100% zysku netto, co przełoży się na DY na poziomie 10%. Uważamy, że re-rating powinien być dość dynamiczny i dlatego nie uwzględniamy skupu akcji własnych oczekując wzrostu wyceny do wartości księgowej. Przypominamy także, że PKO cały czas ma zysk niepodzielony w wysokości 5,5 mld PLN (DY 15%), który może zostać wypłacony w formie ekstra dywidendy. Ze względu na rozwiązanie problemu systemowego, wzrostu ROE do 10% (powyżej CoE) oraz ponadprzeciętny DY w kolejnych latach uważamy, że PKO BP zasługuje na re-rating. Obecnie wyceniamy bank na 2022 P/BV 1,1x i P/E 11,9x.

Zaksięgowanie strat w 2020 rok mało realne

PKO BP oczekiwało, że straty związane z ugodami CHF zostaną zaksięgowane jeszcze w moc wyników za 2020 rok, co otworzyłyby drogę do wypłaty dywidendy w 2022 roku i skupu akcji własnych w 2021 roku. Niestety zmiana obrad SN na 11 maja powoduje, że zgoda NWZA na przeprowadzenie ugód jest wątpliwa i należy się spodziewać odroczenia NWZA tak jak to miało miejsce w BOŚ Banku (wspólny właściciel). Oznacza to, że PKO nie dostanie zgody na ugody przed publikacją raportu rocznego za 2020 rok. Jeżeli jednak NWZA zatwierdzi plany PKO to wtedy będziemy korygować nasze prognozy na dywidendę i wyniki w latach 2021/22.

Ekstra dywidenda prawdopodobna

PKO BP posiada nadal zysk niepodzielony z lat ubiegłych, który wynosi 5,5 mld PLN. Przekłada się to na DPS w wysokości 4,4 PLN (DY 15%). Ze względu na świetną pozycję kapitałową po zaksięgowaniu strat związanymi z ugodami uważamy, że PKO BO może wypłacić ten zysk w przyszłości, a nawet już w 2022 roku, co daje nam upside do wyceny. Dodatkowo oczekujemy, że zysk niepodzielony może zostać powiększony o część z 2020 roku, czyli o 2,12 PLN na akcję o czym zadecyduje Zarząd.

Wycena z dyskontem do historii

Na 10 letniej średniej PKO BP wyceniane było na P/E 11,5x oraz P/BV 1,2x. Uważamy, że po rozwiązaniu sprawy frankowej PKO BP, jak i cały sektor, zasługuje na re-rating. Wyniki PKO BP, rentowność, jak i dywidenda zbliżone są do sektora czeskiego, który notowany jest obecnie na P/BV 1,1x i uważamy, że taki poziom jest również adekwatny dla PKO. Dodatkowo bank może pozytywnie zaskoczyć dywidendą z zysku niepodzielonego, czego konkurencja z CE3 zaproponować nie może.

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	10 279,0	10 151,0	10 001,6	10 424,7	10 841,5
Wynik pozaodsetkowy	4 759,0	4 416,0	4 766,3	4 850,5	4 949,6
Koszty ogółem	6 516,0	6 313,0	6 135,0	6 687,3	6 869,1
Zysk operacyjny*	8 522,0	8 254,0	8 632,9	8 587,9	8 922,0
Zysk netto	4 031,0	2 645,0	-1 819,9	4 140,5	4 533,5
Koszty/przychody (%)	43,3	43,3	41,5	43,8	43,5
ROE (%)	10,0	6,1	-	9,3	9,6
P/E (x)	10,3	15,7	-	9,9	9,1
P/BV (x)	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9
DPS	1,33	0,00	0,00	0,00	3,31
Stopa dywidendy (%)	4,0	0,0	0,0	0,0	10,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	33,15 PLN
Cena docelowa	40,00 PLN
Kapitalizacja	41,4 mld PLN
Free float	29,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	162,8 mln PLN

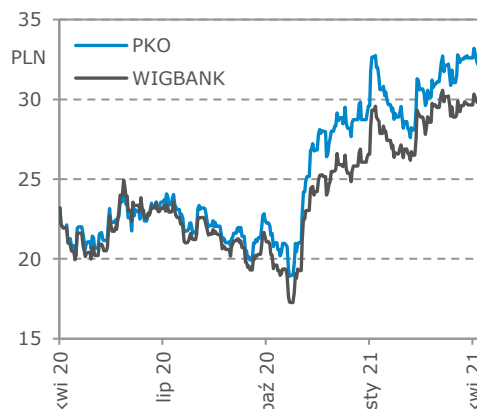
Struktura akcjonariatu

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	40,00	32,40	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO BP	33,15	40,00	+20,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P		2022P
	-	-	-
WNDB	-	-0,1%	0,0%
Zysk brutto	-	-88,0%	+36,6%
Zysk netto	-	-	+89,0%

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | Banki, Polska

Pekao znowu będzie płacić dywidendy

Oczekujemy, że wraz z rozwiązaniem systemowego problemu kredytów frankowych, Bank Pekao ponownie będzie postrzegany przez inwestorów jako konserwatywny gracz z dużym potencjałem dywidendowym. Uważamy, że wycena porównywalna obecnie mocno penalizuje Bank Pekao. Bank posiada 10 mld PLN kapitału nadwyżkowego do minimum KNF (6 mld PLN przy podwyższonym buforze ryzyka systemowego), co oznacza, że skorygowane ROE po wypłacie nadwyżki mieści się w przedziale 10%-13%. Oznacza to, że inwestorzy nie wyceniają świetnej pozycji kapitałowej Banku Pekao. My z kolei zakładamy, że strumień dywidend na nowo ruszy już w 2021 roku, a DY na przestrzeni kolejnych 3 lat mieścić się będzie w przedziale 4%-11% i to bez dywidend z kapitału niepodzielonego (ekstra 1,7 mld PLN dla inwestorów). Jednocześnie, zgodnie z założeniami raportu, obciążamy wynik 2021 roku znaczącymi rezerwami CHF (384 mln PLN) tak aby następnie je zmniejszyć do 14 mln PLN w kolejnych 4 latach (klienci, którzy zdecydują się na drogę sądową). W naszych prognozach zawieramy także integrację Idea Bank, co naszym zdaniem będzie miało mały pozytywny efekt, ale za 2 lata. Powoduje to, że nasza prognoza zysku netto spada w 2021 roku o 12%, aby następnie wzrosnąć o 8% w 2022 roku wsparta przez ciągłą restrukturyzację zatrudnienia. Obecnie wyceniamy bank na 0,9x P/BV na lata 2021-22, czyli z dyskontem do sektora oraz PKO BP. W przeszłości, na 5-letniej średniej rynek wyceniał Pekao na 1,1x przy oczekiwanym DY na poziomie 7%. Uważamy, że katalizatorem dla wyceny banku będzie decyzja KNF odnośnie wypłaty dywidendy w 2H'21, jednorazowe rezerwy na CHFy oraz ewentualna decyzja o wypłacie zysku niepodzielonego. Dodatkowo Bank Pekao może być nadal postrzegany jako ewentualny konsolidator rynku.

Świetnie zabezpieczony na 2021 rok

Bank Pekao utworzył 830 mln PLN rezerw ECL związanych z COVID-19, co daje świetne zabezpieczenie przed ewentualnymi skutkami kolejnych fal pandemii. Warto zauważyć, że koszt ryzyka w 2020 roku bez dodatkowych rezerw wyniósł zaledwie 30 p.b., czyli najniższy poziom od przynajmniej 15 lat. W kolejnych 3-latach zakładamy koszt ryzyka na poziomie odpowiednio 67, 56 i 45 p.b., ale głównie na skutek konsolidacji portfela Idea Banku.

Niesprawiedliwa wycena

Z ROE na poziomie 6%-9% w latach 2021-23 Bank nie wyróżnia się na tle sektora. Niemniej jednak należy pamiętać, że Pekao niesie ze sobą bagaż dużego kapitału nadwyżkowego, który nie zostanie zniwelowany przez odpisy frankowe. Jednocześnie uważamy, że jest on gwarantem przyszłych sowych dywidend, których współczynnik wypłat zakładamy na poziomie 75%-100% w kolejnych 3 latach. W przeszłości Pekao notowane było na wskaźniku P/BV 1,1x przy ROE na poziomie 9% i DY 7%. Uważamy, że nasza wycena na poziomie 0,9x P/BV jest nadal dość konserwatywna.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	5 468,0	5 202,0	5 435,8	5 619,1	5 831,8
Wynik pozaodsetkowy	2 836,1	2 670,0	2 748,4	2 831,3	2 905,2
Koszty ogółem	3 991,8	3 848,8	3 911,5	3 858,4	3 878,6
Zysk operacyjny*	4 312,4	4 023,2	4 272,8	4 592,0	4 858,4
Zysk netto	2 165,0	1 101,7	1 444,8	2 107,8	2 389,9
Koszty/przychody (%)	48,6	49,5	48,3	46,2	44,9
ROE (%)	9,4	4,5	5,6	7,8	8,5
P/E (x)	9,2	18,2	13,9	9,5	8,4
P/BV (x)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
DPS	6,60	0,00	3,15	5,50	8,03
Stopa dywidendy (%)	8,7	0,0	4,1	7,2	10,5

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	76,24 PLN
Cena docelowa	102,00 PLN
Kapitalizacja	20,0 mld PLN
Free float	13,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	113,5 mln PLN

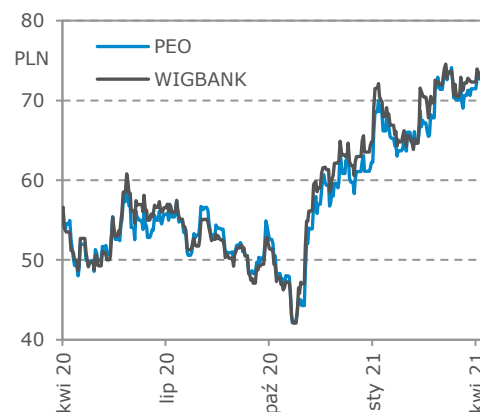
Struktura akcjonariatu

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	102,00	75,93	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Pekao	76,24	102,00	+33,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P
	WNDB	+3,9%
Zysk brutto	+4,0%	+1,7%
Zysk netto	-12,4%	+8,0%

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: kupuj (podtrzymana)

SPL PW; SPL1.WA | Banki, Polska

Duży potencjał dywidendowy

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj, ale podnosimy cenę docelową do 283,70 PLN na akcję. Zgodnie z założeniami naszego raportu zakładamy, że Santander Bank Polska poniesie główne koszty restrukturyzacji w 2021 roku, a pozostałe 30% portfela zostanie spisane w kolejnych 4 latach (minus rezerwy). Odpis w wysokości 2,7 mld PLN (pomniejszony już o rezerwy) spowoduje, że Santander BP poniesie stratę netto 653 mln PLN w 2021 roku, a następnie zanotuje odbicie do 2,2 mld PLN i 2,4 mld PLN w latach 2022-23. Co interesujące, uważamy, że bank praktycznie nie odczuje tego na współczynnikach wypłacalności ponieważ redukcja TREA co najmniej zrównoważy ujemny wynik netto. Oznacza to, że gdyby nie strata netto w 2021 roku to bank mógłby już w 2022 roku wypłacić 100% zysku netto (pod warunkiem cofnięcia przez KNF warunku K2), a nawet więcej zakładając wypłatę zysku niepodzielonego. Jednocześnie współczynnik ROE banku powinny wrócić w okolice prognozowanego przez nas kosztu kapitału czyli 8,5%. Zdjęcie ryzyka systemowego, znacząca poprawa prognozowanych wyników, potencjał dywidendowy (DY nawet 20% w 2023 r.), struktura akcjonariatu powodują, że Santander Bank Polska, jak i cały sektor, powinien zanotować re-rating. Przy cenie docelowej na poziomie 283,70 PLN na akcję wyceniamy bank na 2022 P/BV 1,0x i P/E 13,1x z dyskontem do banków czeskich (P/BV 1,2x) i PKO BP (1,1x), ze względu na gorszą rentowność.

Rok 2021 ze stratą

Szacujemy, że w 2021 roku Santander łącznie zawiąże 3,2 mld PLN rezerw, pomniejszone o rozwiązanie rezerw już istniejących. Przy szacowanej przez nas partycypacji klientów w ugodach na poziomie 70% oznaczać to będzie, że pozostały koszt sądowy wyniesie 1,6 mld PLN i rozłoży się na 4 lata. W efekcie oczekujemy, że bank odnotuje stratę netto na poziomie 653 mln PLN w 2021 roku. Normalizacja kosztu ryzyka (także w FX) powinny podnieść wynik netto do poziomu 2,2 mld PLN i 2,4 mld PLN w latach 2022/23.

Dywidenda niezagrażona i może miło zaskoczyć

Oczekujemy, że znaczący odpis na CHFy nie spowoduje spadku wskaźników wypłacalności ze względu na znaczący spadek TREA (niższa waga w PLN). Oznacza to, że SPL będzie spełniać wymogi do wypłaty 100% już w 2022 roku. Dywidendę prognozujemy dopiero w 2023 roku na poziomie 21,56 PLN na akcję, co daje DY na poziomie 10%. Dodatkowo SPL może wypłacić zysk niepodzielony z lat 2018-20 (1,97 mld PLN), co daje dodatkowe 21,5 PLN na akcję, DY 10% i dodatkowy upside do wyceny.

Wreszcie czas na re-rating!

Na średnim 10 letnim wskaźniku P/BV Santander był notowany na poziomie 1,41x wobec obecnych 0,79x. Uważamy, że wraz z poprawą rentowności oraz wypłatą nadwyżkowego kapitału, co powinno być oczekiwane, SPL odzyska część dawnej wyceny. Przypominamy, że jeszcze w 2019 roku SPL notowany był po 1,1x P/BV przy ROE 8,5%.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	6 580,2	5 888,1	5 775,8	6 164,7	6 540,9
Wynik pozaodsetkowy	2 904,3	2 759,2	2 978,7	3 103,5	3 253,0
Koszty ogółem	4 339,7	4 209,7	3 803,8	4 026,1	4 217,6
Zysk operacyjny*	5 144,8	4 437,6	4 950,7	5 242,1	5 576,2
Zysk netto	2 138,3	1 037,2	-652,6	2 200,8	2 387,0
Koszty/przychody (%)	45,8	48,7	43,4	43,4	43,1
ROE (%)	8,5	4,0	-	8,0	8,3
P/E (x)	10,1	20,8	-	9,8	9,1
P/BV (x)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
DPS	19,72	0,00	0,00	0,00	21,56
Stopa dywidendy (%)	9,3	0,0	0,0	0,0	10,2

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	211,80 PLN
Cena docelowa	283,70 PLN
Kapitalizacja	21,0 mld PLN
Free float	6,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	35,7 mln PLN

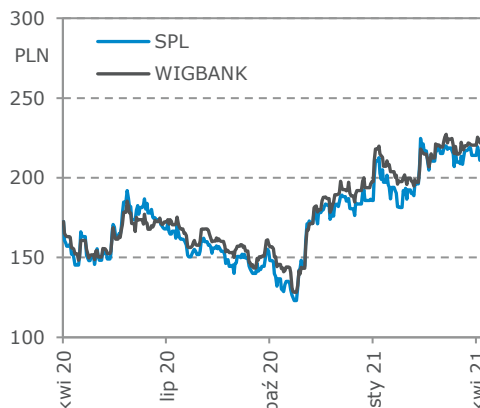
Struktura akcjonariatu

Banco Santander S.A.	68,30%
Pozostali	31,70%

Profil spółki

Portfel kredytowy Santander ma charakter uniwersalny z lekkim przeważeniem w stronę segmentu korporacyjnego. Niemniej jednak wraz z konsolidacją Santander Consumer Bank udział kredytów detalicznych w portfelu znacząco wzrósł. Współczynnik wypłacalności SPL znajduje się na poziomie 15,6%. Celem strategicznego inwestora, Santander, jest głównie wygenerowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy poprzez kontrolę kosztów i wzrost udziału rynkowego banku do 12%.

Kurs akcji SPL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Santander	283,70	238,14	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Santander	211,80	283,70	+33,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P		2022P
	2021P	2022P	2022P
WNDB	-	0,0%	-0,1%
Zysk brutto	-	-68,8%	+17,4%
Zysk netto	-	-	+39,4%

Analitycy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

ING BSK: trzymaj (podwyższona)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Mistrz wagi średniej

Nasze prognozy zostały podwyższone o 26%-24% na lata 2021/22. Podwyżkę prognoz przypisujemy lepszemu wynikowi odsetkowemu, prowizyjnemu oraz do niższego salda rezerw, spadek oczekiwanej składki na BFG obniża bazę kosztową. Uważamy, że dotychczas zawiązane rezerwy na kredyty CHF są zbieżne z kosztami propozycji KNF, które oszacowaliśmy dla banku W naszym bazowym scenariuszu ING dowiąże jeszcze około 100 mln PLN rezerw, co powinno zamknąć kwestię frankową w ING. Bank pozostaje efektywny kosztowo, pomimo zwiększania zatrudnienia (większość banków ograniczała liczbę etatów) oraz umiarkowanej dyscypliny kosztowej - uważamy, że w dłuższym terminie oszczędności kosztowe mogą stać się upsidem do oczekiwań rynkowych. Ze względu na kwartalną kalibrację modelu kosztów ryzyka o parametry makro, saldo rezerw w 2020 roku było najbardziej zmienną linią. Naszym zdaniem, chociaż kwartalna zmienność może się utrzymać, to jednak roczny CoR powinien stopniowo spadać do średnich poziomów w okolicach 50-45 p.b., na pewno pomoże w tym poduszka rezerw makro w wysokości około 240 mln PLN. Zakładamy, że w latach 2021-23 bank pokaże ROE na poziomie 8,7-8,8%, co zasługuje na wycenę z premią z wartości księgowej. W poprzednim raporcie pisaliśmy, że nie możemy wycenić ING w oderwaniu od sektorowych czynników ryzyka. Podtrzymujemy nasze zdanie, jednakże propozycja KNF ws. kredytów CHF może zdjąć ryzyko związane z CHFami, zaś interwencja BFG relatywnie bezkrytycznie rozwiązała ryzyko związane z Idea Bankiem, dlatego wyceniamy ING na 1,2-1,1x P/BV, co implikuje cenę docelową na poziomie 190,00 PLN i rekomendację trzymaj.

Oczekujemy niższych kosztów ryzyka

W 4Q'20 koszty ryzyka pozytywnie zaskoczyły dzięki rozwiązaniom w segmencie korporacji, które były spowodowane przez zmiany w parametrach makro. Nie traktujemy tego jako zdarzenie jednorazowe, ponieważ ING co kwartał zmienia parametry modelu makro, co skutkuje dużą zmiennością salda rezerw w ujęciu k/k, dlatego w przypadku ING na CoR należy patrzeć w ujęciu kilku kwartałów. Biorąc pod uwagę dotychczasową jakość portfela oraz rezerwy zrobione „na zapas” spodziewamy się, że CoR w 2021 roku zacznie spadać w kierunku poziomów znormalizowanych, w efekcie w latach 2021-23 oczekujemy CoR na poziomie 53/46/45p.b.

Franki na finiszu

Ryzyko związane z kredytami CHF nigdy nie było poważnym problemem dla ING. Bank nie ukrywa, że ugody z klientami są najlepszym sposobem rozwiązania tej sprawy i jest przygotowany na oferowanie ugód klientom, co wpisuje się w propozycję szefa KNF. Co zrozumiałe, przed 11 maja żadne wiążące decyzje zapisać nie powinny. Naszym zdaniem dotychczasowy poziom rezerw na CHF w dużej mierze wyczerpuje koszty z tym związane i przewidujemy, że w 2021 roku bank dowiąże jeszcze około 100 mln PLN rezerw. Zlikwidowanie sektorowej niepewności powinno wpłynąć pozytywnie na sentyment do całego sektora bankowego, również ING.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	4 325,1	4 541,8	4 699,0	4 902,7	5 245,0
Wynik pozaodsetkowy	1 464,7	1 672,8	1 709,9	1 781,3	1 852,1
Koszty ogółem	2 497,4	2 762,5	2 803,8	3 040,7	3 229,1
Zysk operacyjny*	3 292,4	3 452,1	3 605,1	3 643,3	3 868,0
Zysk netto	1 658,7	1 337,6	1 690,0	1 804,6	1 881,0
Koszty/przychody (%)	43,1	44,5	43,7	45,5	45,5
ROE (%)	11,6	7,9	8,7	8,8	8,8
P/E (x)	14,2	17,6	13,9	13,0	12,5
P/BV (x)	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1
DPS	3,50	0,00	0,00	8,72	9,16
Stopa dywidendy (%)	1,9	0,0	0,0	4,8	5,1

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	181,00 PLN
Cena docelowa	190,00 PLN
Kapitalizacja	23,5 mld PLN
Free float	5,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,0 mln PLN

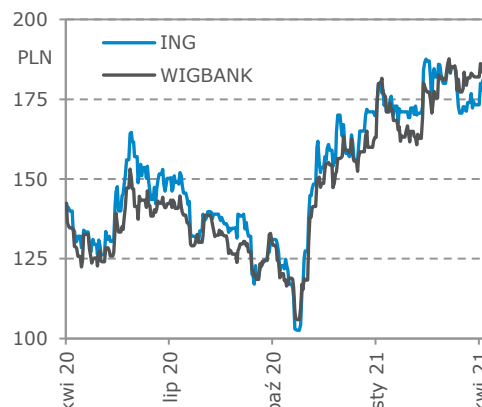
Struktura akcjonariatu

ING Bank N.V.	75,00%
Aviva OFE	8,47%
Pozostali	16,53%

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. 80%. 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	190,00	143,10	trzymaj	redukuj

Spółka	Cena	Cena	Potencjał
ING BSK	181,00	190,00	+5,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P		2022P
	-	+3,3%	+5,4%
WNDB	-	+3,3%	+5,4%
Zysk brutto	-	+19,2%	+17,2%
Zysk netto	-	+26,0%	+23,5%

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

Millennium: trzymaj (podtrzymana)

MIL PW; MILP.WA | Banki, Polska

Czarne czy czerwone?

Jedną twarz Banku Millennium to solidne wyniki, praca nad efektywnością kosztową, dobra sprzedaż hipotek oraz całkiem niezły CoR, co razem daje nadzieję na wzrost rentowności. Drugą twarz to portfel kredytów CHF, ryzyko prawne z nim związane i ostateczna reakcja na program ugód zaproponowany przez KNF. W naszym bazowym scenariuszu 70% portfela hipotek CHF zostanie objęte umowami, a więc konwersją na PLN, a pozostałe 30% znajdzie się w sądzie. Wg naszych rachunków dla Millennium oznacza to 3,6 mld odpisu w 2021 roku na koszty ugód. Zakładając, że bufor ryzyka systemowego w 2021 roku się nie zmieni, to Millennium powinien utrzymać wskaźniki kapitałowe powyżej wymogów KNF (przy redukcji bufora FX), co oznacza, że wzrost banku nie będzie zagrożony, jeżeli jednak bufor zostałby podniesiony do 2%, to Millennium miałyby problemy ze spełnieniem wymogów na Tier 1. Jest to duże ryzyko dla naszej prognozy, specyficzne dla Banku Millennium. Jednakże przy pozytywnym rozwiązaniu bank powinien zacząć osiągać ROE na poziomie 11-12% w latach 2022-23, co będzie go stawiać pośród rynkowych liderów. Z drugiej strony, relatywnie niska nadwyżka kapitałowa oraz możliwość wzrostu będą okupione brakiem dywidendy co najmniej do 2025 roku. Nie ukrywamy, że nasze spojrzenie na Millennium jest obciążone największym ryzykiem, dlatego uważamy, że pomimo skokowo rosnącej rentowności od 2022 roku, bank zasługuje na dyskonto w stosunku do własnej wartości księgowej, jak i niektórych konkurentów, dlatego nasza wycena na P/BV to 0,8-0,7x, co aktualnie implikuje cenę docelową na poziomie 4,20 PLN i rekomendację trzymaj, innymi słowy stosunek risk/reward w przypadku Millennium jest wg nas mało atrakcyjny.

Co z kapitałami?

Jednorazowy odpis 3,6 mld PLN, nie powinien zmusić Millennium do emisji kapitałów ani do ograniczenia wzrostu. Zakładając, że bufor ryzyka systemowego zostanie utrzymany na poziomie 0%, a bufor FX będzie ograniczony proporcjonalnie do założonej skali ugód, Millennium w dalszym ciągu powinien spełniać minimalne wymogi KNF. Wg naszych rachunków na koniec 2021 roku Millennium będzie miało współczynnik Tier 1 na poziomie 10,9%, a TCR na poziomie 14,0%, wobec wymogów na poziomie około 9,5% i 11,8% odpowiednio.

Dobre wyniki ex-CHF

Patrząc na Millennium bez franków, widzimy dobrze działającą maszynę. Po stronie przychodowej spodziewamy się lekkiego spadku NII w 2021 oraz wzrostu w 2022 i 2023 roku (dzięki wolumenom), oprócz tego spodziewamy się utrzymania pozytywnego trendu w prowizjach. W 2021 Millennium cały czas powinien realizować synergie kosztowe, co wraz z mniejszą składką na BFG pomoże utrzymać koszty w ryzach. Jeżeli chodzi o CoR zakładamy względnie płaski wynik w 2021 i spadek od 2022 roku. W efekcie spodziewamy się ROE na poziomie 10% w 2022 i na poziomie 11% w 2023 roku.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	2 436,9	2 548,6	2 508,1	2 593,0	2 764,1
Wynik pozaodsetkowy	1 115,2	1 235,3	1 142,7	1 172,1	1 207,4
Koszty ogółem	1 841,7	2 015,4	1 894,5	1 921,0	1 968,5
Zysk operacyjny*	1 710,4	1 768,5	1 756,2	1 844,1	2 003,0
Zysk netto	560,7	22,8	-2 898,4	627,0	756,7
Koszty/przychody (%)	51,8	53,3	51,9	51,0	49,6
ROE (%)	6,5	0,3	-	9,8	10,7
P/E (x)	8,2	202,0	-	7,4	6,1
P/BV (x)	0,5	0,5	0,8	0,7	0,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	3,80 PLN
Cena docelowa	4,20 PLN
Kapitalizacja	4,58 mld PLN
Free float	2,28 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	17,1 mln PLN

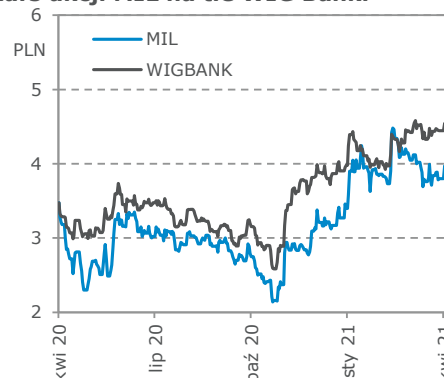
Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	9,06%
PZU OFE	7,06%
Aviva OFE	6,33%
Pozostali	27,45%

Profil spółki

Millennium jest siódmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 4%. Bank zarówno po aktywnej, jak i pasywnej stronie bilansu jest zdominowany przez segment detaliczny. Około 59% portfela kredytowego stanowią kredyty hipoteczne, z których ok. 66% stanowią kredyty walutowe. Oczekujemy, że ze względu na wysokie wymagania regulacyjne oraz rekomendacje KNF, bank nie wypłaci dywidendy przez najbliższe 2 lata.

Kurs akcji MIL na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Millennium	4,20	2,88	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Millennium	3,80	4,20

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P
	WNDB	-
Zysk brutto	-	-
Zysk netto	-	-

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

Handlowy: akumuluj (podwyższona)

BHW PW; BHW.WA | Banki, Polska

Ekstra dywidendy mogą zaskoczyć

Podwyższamy nasze prognozy na 2021 i 2022 o 135% (pozytywny one-off w postaci realizacji zysków z papierów wartościowych) i 13% odpowiednio. Jak pisaliśmy w poprzednim raporcie, w Handlowym trudno o satysfakcjonujący wzrost, ale niższy CoR i BFG powinny stanowić o pozytywnej delcie r/r na zysku netto w 2021 roku. Zakładamy, że w ujęciu kwartalnym marża odsetkowa uklepała dno, ale w rocznym będzie jeszcze spadać, co przełoży się na NII niższy r/r. Wyższy cennik prowizji i opłat oraz większa aktywność klientów indywidualnych po odmrożeniu gospodarki powinny pozwolić nie tylko na utrzymanie, ale i zwiększenie wyniku z opłat i prowizji. Spodziewamy się również utrzymania dobrego wyniku z działalności skarbcowej, co będzie pochodną realizacji części zysków z papierów wartościowych. Z punktu widzenia wycenowego na Handlowy patrzymy raczej przyzmat stopy dywidendy i wskaźnika P/E, aniżeli P/BV, ponieważ szansa na szybką, częściową użyczenie kapitałów nadwyżkowych jest niewielka. Ewentualna słaba dywidenda w 2021 roku (DY 2%) mogłaby być wsparta przez wypłatę zysku niepodzielonego (DPS PLN 4,9) ale tego obecnie nie zakładamy. W 2022 roku spodziewamy się, że stopa dywidendy (na obecnej cenie) wyniesie około 12%, 8% 2023 roku, co jest atrakcyjnym poziomem biorąc pod uwagę brak dywidend z większości banków. Dodatkowym argumentem za Handlowym jest planowana przez Citi sprzedaż części detalicznej banku, która może zaowocować dodatkową dywidendą lub wezwaniem na akcje. Dlatego patrząc na historyczne notowania wyceniamy Bank Handlowy na około 14x P/E na 2021 i 2022 rok i Dividend Yield na poziomie 10-7% w latach 2022-23, co aktualnie implikuje cenę docelową 49,50 PLN i rekomendację akumuluj.

CoR powinien być niższy

W 2020 roku CoR w Handlowym wyniósł 94 p.b., z czego aż 68 p.b. to tzw. rezerwy covidowe, które nie zostały zalokowane. Naszym zdaniem będzie to poduszka, która pozwoli na obniżenie salda rezerw w 2021 roku. W naszych szacunkach zakładamy, że CoR w 2021 wyniesie 67 p.b., zaś w 2022 i 2023 roku będzie oscylował wokół 55 p.b. W wariantcie optymistycznym część rezerw covidowych może zostać nawet rozwiązana, jednakże nie jest to nasz podstawowy scenariusz.

Ekstra dywidendy mogą zaskoczyć!

Na tle sektora Handlowy ma relatywnie najwyższą nadwyżkę kapitałową co pozwala nam oczekiwać sowitych dywidend w przyszłości. Wysokiej dywidendy spodziewamy się już w 2022 roku, z DPS na poziomie 5,12 PLN a w 2023 roku oczekujemy 3,40 PLN/akcję. Jednak to ekstra dywidendy mogą spowodować gwałtowny wzrost notowań banku. Z jednej strony bank nadal posiada niewypłacony, niepodzielony zysk z lat ubiegłych (DPS PLN 4,9, DY 11%) a z drugiej uważamy, że sprzedaż części detalicznej może wygenerować znaczące profity dla akcjonariuszy. Przy szacunku wyceny detalu Handlowego na około 1 mld PLN potencjalny DPS dla akcjonariuszy mógłby wynieść nawet 6,63 PLN/akcję co daje bezkonkurencyjny DY 15%.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	1 153,7	1 001,7	889,5	927,1	975,0
Wynik pozaodsetkowy	1 091,5	1 127,7	1 537,1	1 145,1	1 161,8
Koszty ogółem	1 243,6	1 283,5	1 217,8	1 239,8	1 260,5
Zysk operacyjny*	1 001,6	845,8	1 208,8	832,4	876,3
Zysk netto	480,1	172,4	728,3	443,9	466,1
Koszty/przychody (%)	55,4	60,3	50,2	59,8	59,0
ROE (%)	6,8	2,4	9,2	5,5	5,8
P/E (x)	11,8	32,8	7,8	12,7	12,1
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
DPS	3,74	0,00	0,66	5,12	3,40
Stopa dywidendy (%)	8,6	0,0	1,5	11,8	7,9

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	43,25 PLN
Cena docelowa	49,50 PLN
Kapitalizacja	5,63 mld PLN
Free float	1,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,1 mln PLN

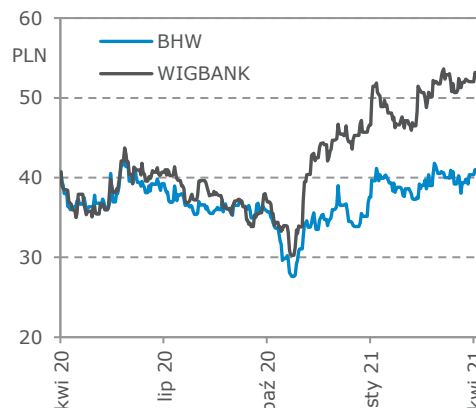
Struktura akcjonariatu

Citibank Overseas Investment Corporation	75,00%
Pozostali	25,00%

Profil spółki

Bank koncentruje się na obsłudze dużych międzynarodowych klientów korporacyjnych, co jest odzwierciedlone w dominacji segmentu korporacyjnego zarówno w depozytach, jak i kredytach. W detalu bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Bank charakteryzuje się konserwatywnym bilansem i relatywnie niskim wskaźnikiem L/D.

Kurs akcji BHW na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	49,50	36,45	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Handlowy	43,25	49,50	+14,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P
	WNDB	- +18,1%
Zysk brutto	- +93,8%	+8,2%
Zysk netto	- +135%	+12,9%

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podwyższona)

ALR PW; ALR.WA | Banki, Polska

Odbicie z niskiej bazy z szansą na więcej

Podwyższamy naszą rekomendację na kupuj Alior Bank, jednocześnie podwyższając cenę docelową do 30,00 PLN na akcję. W 2020 roku Alior pokazał relatywnie dobre przychody, ale z drugiej strony wysokie koszty ryzyka i odpisy. Wierzymy, że w 2021 roku uda się utrzymać te pierwsze, a ograniczyć te drugie. Już w 2H'20 nastąpiła duża poprawa CoR, dlatego uważamy, że guidance Zarządu na CoR w wysokości 2,2% jest całkiem realny. Należy tutaj pamiętać, że bank ma poduszkę w postaci 418 mln PLN tzw. rezerw COVIDowych, które dają pewną przestrzeń do pogorszenia jakości aktywów. Jeżeli chodzi o przychody to spodziewamy się płaskiego wyniku r/r w 2021 roku i stopniową poprawę w 2022 roku dzięki silniejszemu odbiciu w wolumenach. Wspierająco na wyniki powinny działać koszty, oprócz istotnie niższej składki BFG, zarząd zapowiedział oszczędności kosztowe rzędu 100 mln brutto w 2021 roku, zarówno po stronie kosztów osobowych jak i administracyjnych. Nawet jeśli nie uda się w pełni zrealizować zapowiedzianych oszczędności, to i tak jest to miła niespodzianka ze strony Aliora, który już jest w kategorii banków kosztowo efektywnych. Nasze prognozy wskazują na ROE w przedziale 3,7%-5,9% w latach 2021-23, co powinno być miło odmianną zasługującą na wyższą wycenę. Nasza cena docelowa implikuje wycenę P/BV na poziomie 0,6-0,5x, co z jednej strony oznacza spory wzrost, ale z drugiej strony zachowanie znaczącego dyskonta wobec sektora.

Wyższe przychody z prowizji i niższe koszty

Zachowujemy naszą prognozę wyniku na działalności bankowej na 2021 rok na niezmiennym poziomie, przy obniżeniu prognozy na 2022 rok o 1%. Jednocześnie w obu przypadkach na znaczeniu zyskał wynik z prowizji. Podwyższamy prognozę salda rezerw o 9% w 2021 i 7% w 2022 roku, co jest odpowiedzią na przedłużające się utrudnienia w gospodarce. Obniżamy prognozę kosztów operacyjnych o 10% w 2021 i 6% w 2022 roku, co jest pochodną zarówno składki BFG, niższej niż tego oczekiwaliśmy pod koniec 2020 roku, oraz zapowiedzianych oszczędności kosztowych. Jeżeli chodzi o rozwój NIMu, to bank wykonał dużą pracę po stronie ograniczenia kosztów finansowania i ewentualnej poprawy należy szukać po stronie aktywnej bilansu. Zmiana struktury będzie przemawiała na niekorzyść, ze względu na rosnący udział kredytów hipotecyjnych, dlatego kluczem do poprawy będzie pricing kredytów, co będzie zadaniem o wiele trudniejszym niż zmniejszenie kosztów depozytów. Uważamy, że NIM chociaż w relacji kwartalnej zacznie odbijać to r/r spadnie do 3,71%, aby w 2022 i 2023 roku utrzymać się na zbliżonym poziomie.

Przejęcie? Tak, ale trzeba się spieszyć

Cały czas uważamy, że Alior jest kandydatem do przejęcia wewnątrz Grupy PZU, aczkolwiek wraz z poprawą wyników i rosnącą wyceną atrakcyjność takiego przedsięwzięcia spada, ze względu na niższy badwill, który wynikałby z przeprowadzenia transakcji. Zaryzykowalibyśmy nawet stwierdzenie, że biorąc pod uwagę premię do ceny rynkowej, zbliża się ostatni dzwonek na tego typu transakcję.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	3 184,3	2 848,7	2 782,7	2 967,0	3 181,1
Wynik pozaodsetkowy	950,1	937,2	959,0	989,7	1 032,3
Koszty ogółem	1 975,7	1 905,3	1 698,1	1 760,5	1 812,2
Zysk operacyjny*	2 158,7	1 880,6	2 043,5	2 196,2	2 401,2
Zysk netto	248,3	-311,2	247,3	336,1	449,1
Koszty/przychody (%)	47,8	50,3	45,4	44,5	43,0
ROE (%)	3,8	-	3,7	4,8	5,9
P/E (x)	12,6	-	12,6	9,3	6,9
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	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	24,13 PLN
Cena docelowa	30,00 PLN
Kapitalizacja	3,15 mld PLN
Free float	2,14 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	25,3 mln PLN

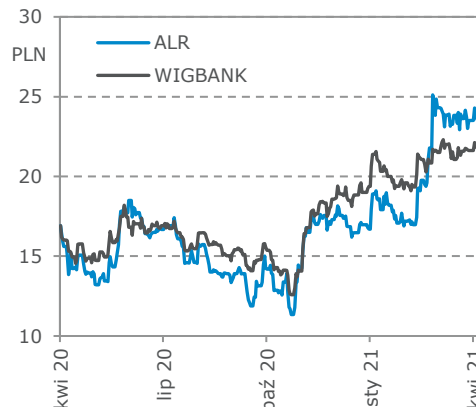
Struktura akcjonariatu

PZU SA, PZU SFIO UNIVERSUM	31,91%
NN OFE	9,69%
Aviva OFE	7,25%
Pozostali	51,15%

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 synergije 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	30,00	18,78	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Alior Bank	24,13	30,00

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P
	WNDB	+0,3%
Zysk brutto	- +13,6%	-3,06%
Zysk netto	- +10,9%	-13,73%

Analizy:

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

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

poniedziałek, 19 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

BNP Paribas Bank Polska: kupuj (podwyższona)

BNPPPL PW; BNP1.WA | Banki, Polska

Konsensus nie docenia kosztu ryzyka

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj, a cenę docelową do 90,00 PLN na akcję. BNP pozytywnie zaskakuje wynikami i oczekujemy, że będzie kontynuował ten trend. Wydając nasz pierwszy raport w listopadzie byliśmy 26% powyżej konsensusu na wyniki za 2020 rok, a i tak bank zdołał pobić nasze oczekiwania o 2%. Obecnie jesteśmy 41%-43% powyżej konsensusu na lata 2022-23 gdzie uważamy, że rynek nie docenia bardzo dobrej jakości portfela banku, potencjału cięcia kosztów i wzrostu wyniku prowidynowego. W 2021 roku znajdujemy się obecnie 16% poniżej konsensusu ponieważ zakładamy jednorazowy znaczący odpis (0,5 mld PLN) na kredyty CHF. Bank zakłada, że koszt ugód na zasadach KNF wyniesie 0,7-1,3 mld PLN co jest zgodne z naszymi założeniami biorąc pod uwagę jednocześnie rozwiązanie rezerw oraz fakt, że umowy powinny dotyczyć jedynie kredytów denominowanych a nie walutowych. W efekcie oczekujemy, że po latach niskiego zwrotu na kapitale, BNP w latach 2022-23 osiągnie ROE na poziomie ~9% a wskaźniki wypłacalności Tier 1 wzrosną do 16%. Pozwoli to płacić BNP dywidendę na poziomie 30% równe DY 2%-4%. Dlatego uważamy, że historyczne dyskonto do kapitałów będzie nieuzasadnione a bank na 2022 P/BV powinien być notowany po 1,0x. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wzrost rentowności i wyceny będzie niechybnie prowadził to plasowania akcji przez BNP, do którego został zobowiązany przez KNF (25% free float do 2023 roku).

BNP zaskakuje kosztem ryzyka

Koszt ryzyka w 2020 roku wyniósł 78 p.b. (raportowany) wobec 61 p.b. w 2019 roku. Korygując go o tzw. odpisy Covidowe, CoR wyniósłby zaledwie 47 p.b. Dodatkowo w 1Q'21 oczekujemy, że BNP rozwiąże część rezerw ze względu na bardzo dobrą sytuację kredytobiorców. Uważamy, że jest to bardzo istotne patrząc na jego znormalizowane poziomy w latach 2022-23, kiedy prognozujemy koszt ryzyka pomiędzy 48-45 p.b.

Franki nie straszą jak w innych bankach

Obecnie szacujemy całkowity odpis BNP Paribas na kredyty frankowe na poziomie 0,5 mld PLN z czego 0,7 mld PLN po tarczy podatkowej pomniejszone o już zrealizowane odpisy. 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 T1 w wysokości 4,0 mld PLN (1,5 mld PLN po wzroście bufora antycyklicznego) jest w stanie zaabsorbować jednorazowy odpis kredytów frankowych.

Re-rating tutaj też musi mieć miejsce

BNP Paribas wyceniany jest z głębokim dyskontem do wartości księgowej. Taka wycena historycznie była uzasadniona przez niską rentowność, słaby wzrost i brak dywidend. Pomimo znaczących odpisów bank pokazał mocne wyniki w 2020 roku, a dalsza poprawa powinna pozwolić na wzrost ROE do poziomu 9%. Uważamy, że re-rating jest nieunikniony, a dzięki wyższemu free-float w 2023 roku bank trafi na radar także zagranicznych funduszy.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	3 168,8	3 060,1	3 005,6	3 177,0	3 378,5
Wynik pozaodsetkowy	1 654,8	2 015,7	1 949,8	2 033,2	2 132,8
Koszty ogółem	3 195,5	2 876,7	2 679,2	2 741,7	2 817,8
Zysk operacyjny*	1 628,1	2 199,1	2 276,2	2 468,6	2 693,5
Zysk netto	614,7	733,1	609,6	1 196,1	1 341,2
Koszty/przychody (%)	66,2	56,7	54,1	52,6	51,1
ROE (%)	5,7	6,3	4,9	9,1	9,5
P/E (x)	16,0	13,4	16,1	8,2	7,3
P/BV (x)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
DPS	0,00	0,00	0,00	1,24	2,43
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	1,9	3,7

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	66,60 PLN
Cena docelowa	90,00 PLN
Kapitalizacja	9,8 mld PLN
Free float	1,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,5 mln PLN

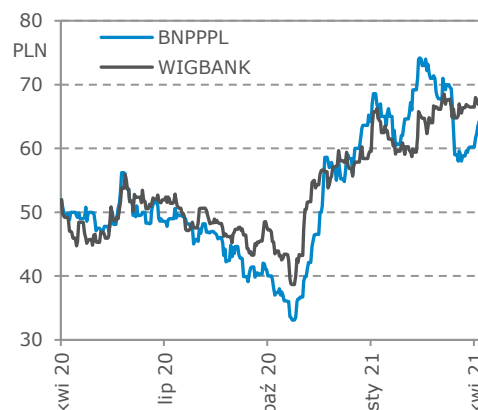
Struktura akcjonariatu

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 BP	90,00	64,45	kupuj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
BNP Paribas BP	66,60	90,00	+35,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P
WNDB	+0,8%	+0,9%
Zysk brutto	-22,5%	+8,9%
Zysk netto	-32,0%	+13,7%

Analizy:

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

Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, 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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta 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 kwietnia 2021 o godzinie 07:53. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19 kwietnia 2021 o godzinie 08:20.

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Rekomendacje dotyczące spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
PKO BP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	32,40	22,58	22,58	24,85
kurs z dnia rekomendacji	27,23	20,44	22,06	22,14

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	75,93	68,90	77,70
kurs z dnia rekomendacji	57,94	52,40	54,30

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-08-04	2020-07-02	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	238,14	179,37	179,37	179,37	194,52
kurs z dnia rekomendacji	175,20	152,50	174,50	163,60	160,70

ING BSK

rekomendacja	redukuj	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2020-11-19	2020-10-02	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	143,10	117,78	117,78	114,14
kurs z dnia rekomendacji	155,20	124,40	145,20	141,00

Millennium

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	2,88	3,72	3,38
kurs z dnia rekomendacji	2,93	2,64	3,28

Handlowy

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	36,45	37,64	37,64	39,86
kurs z dnia rekomendacji	35,60	29,60	38,00	39,50

Alior Bank

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	18,78	14,98	14,98	21,00
kurs z dnia rekomendacji	17,50	13,39	15,19	16,45

BNP Paribas Polska

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	55,00	46,40

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Piotr Poniąkowski
+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

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

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl