

Alior Bank

Sprawną fuzją z Bankiem BPH oraz ambitna strategia na lata 2017-2020 zostały bardzo dobrze przyjęte przez rynek. Planowane synergije po połączeniu banków, a także zapowiadane dynamiczne zwiększanie wolumenów sprawiają, że w kolejnych latach zysk netto banku powinien zwiększyć się istotnie, sprawiając, że wskaźniki wyceny są jednymi z najbardziej atrakcyjnych w polskim sektorze. Poza szybkim wzrostem biznesu, bank przyjął politykę tworzenia na własną rękę rozwiązań technologicznych, co pozwala mu jak dotąd implementować obniżające koszty rozwiązania szybciej niż konkurenci. Wierzymy, że mimo zmian w Zarządzie, bank utrzyma co do zasady kierunek rozwoju. Wciąż widzimy potencjał inwestycji w Alior Bank. Podtrzymujemy cenę docelową 68 zł, a po ostatnich spadkach również zalecenie AKUMULUJ.

Duży potencjał poprawy zysków

Głównie na skutek zmian w planie synergii i kosztów integracji z BPH, bank w bieżącym roku pokaże naszym zdaniem około 380 mln zł zysku netto. W kolejnych latach, dzięki większej skali oraz dostosowywaniu m.in. bazy depozytowej przejmowanego banku do oferty Alior Banku, wyniki wzrosną w wysokim dwucyfrowym tempie. Sprawi to, że według naszych prognoz bank jest obecnie notowany na wskaźnikach PE na lata 2018 i 2019 wynoszących 13,6x oraz 9,6 x, a także P/BV dla tych lat odpowiednio 1,1x oraz 1,0x – znacząco poniżej średniej.

Strategia na kolejne lata

Zapowiedzi Zarządu deklarujące osiągnięcie w 2020 r. ROE na poziomie 14 proc. uważamy przy obecnych ograniczeniach regulacyjnych za bardzo ambitne. W naszym modelu przyjmujemy, że rok ten zakończy się ROE na poziomie 11 proc. Wierzymy w umiejętność zwiększania wolumenów i zapowiadane 5-6 mld zł przyrostu portfela oceniamy jako realne. Uważamy też, że bank poradzi sobie z obniżeniem kosztów ryzyka do zapowiadanych 1,7 proc. i tak też zakładamy na użytek niniejszej wyceny.

Technologiczne zaawansowanie

Alior Bank jako jedyny z większych polskich banków postanowił polegać na swoim 700-osobowym dziale IT i w szczerzy sposób korzystać z usług i produktów zewnętrznych. Dzięki własnym zasobom wdrożył m.in. weryfikację klienta za pomocą video. Liczymy, że w podobny sposób będzie wprowadzał kolejne nowe rozwiązania, z których większość ma na celu redukcję kosztów banku, co przy ograniczonym potencjale wzrostu aktywów oraz wysokich kosztach regulacyjnych jest kluczem do poprawy wyników w przyszłości.

Potencjalne połączenie z Pekao

Media donoszą o analizowanych planach połączenia Aliora z Pekao. Zaznaczamy ten fakt jako czynnik niepewności. Jeśli transakcja taka miałaby mieć w przyszłości miejsce, kluczowe do jej oceny będą parametry, a przede wszystkim parytet wymiany akcji.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	618	381	559	797
P/E	12,3	20,0	13,6	9,6
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0
ROE	12,7%	6,0%	8,3%	10,8%
EPS	4,8	2,9	4,3	6,2
BVPS	48,0	49,8	54,1	60,3
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: Alior Bank, Noble Securities

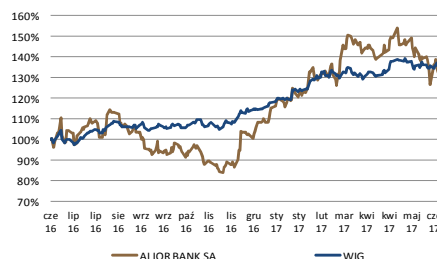
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

Akumuluj

(aktualizacja)

Cena bieżąca	59 zł
Cena docelowa (9M)	68 zł
Potencjał wzrostu	15 %
Kapitalizacja	7 625 mln zł
Free float	74,81 %
Śr. wolumen 6M	410 538



PROFIL SPÓŁKI

Alior Bank to ogólnopolski bank uniwersalny nastawiony na obsługę mniejszych korporacji i klientów detalicznych.

STRUKTURA AKCJONARIATU

PZU SA	25,19%
PZU Życie i TFI PZU	6,00%
Aviva OFE	8,94%
Pozostali	59,87%

WAŻNE DATY

Raport za IH2017r.	10.08.17
--------------------	----------

Marta Danciewicz

Analitik akcji

marta.danciewicz@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

Bank Handlowy

Bank Handlowy jako jedyny z ośmiu analizowanych przez nas banków zanotował spadek kursu od początku roku (-8 proc.) podczas gdy WIG Banki zyskał od początku roku niemal 15 proc. Ze wskaźnikami PE równymi na 2017r 21x oraz 18x na 2018 r. czyli odpowiednio 31 proc. i 36 proc. powyżej średniej bank naszym zdaniem jest zbyt drogi. Zwłaszcza w obliczu słabych wyników pierwszych miesięcy roku, a przede wszystkim braku wyraźnych perspektyw ich poprawy. Rozpoczynamy rekomendowanie banku wydając zalecenie REDUKUJ i ustalamy cenę docelową na poziomie 61 zł/akcję.

Słabe wyniki pierwszego kwartału

W pierwszym kwartale wynik odsetkowy spadł q/q o 1 proc. a w ujęciu rocznym zanotował najniższą dynamikę pośród grupy analizowanych przez nas banków. Kwartałna marża odsetkowa spadła o ponad 3 proc. w porównaniu do poprzedniego kwartału, mimo dużego obniżania kosztu finansowania. Saldo kredytów wzrosło jednocześnie o niecałe 2 proc. q/q. Wynik prowizyjny spadł zarówno w ujęciu kwartalnym jak i rocznym (-6 proc. r/r). Istotnym zaskoczeniem były znaczące odpisy w korporacyjnej części biznesu, gdzie bank odpisał rekordowe jak na siebie 14 mln zł.

Brak dynamik słabo rokuje na następne kwartały

Po wynikach pierwszego kwartału wydaje się, że słabe dynamiki z wcześniejszych okresów mogą być utrzymane w całym bieżącym roku. Zakładamy, że zysk netto banku w tym roku spadnie r/r ponad 20 proc. Złożą się na to zarówno relatywnie słaby wynik prowizyjny oraz odsetkowy, w części wynikający z niewielkiego tempa przyrostu kredytów. Zakładamy, że bank zwiększy portfel kredytowy o odpowiednio 3 proc., 4 proc. i 4 proc. w bieżącym i kolejnych dwóch latach.

Wysoka dywidenda utrzymana

Uważamy, że bank utrzyma wypłaty wysokich dywidend. Według raportowanych na koniec roku współczynników i zakładając niezmiennione zalecenia regulatora, bank ma współczynnik Tier1 o 3,8 pp. wyższy niż wymaganie KNF dotyczące wypłaty do 50 proc. dywidendy. W relacji do zaleceń dla wypłaty całego zysku, bank ma współczynnik TCR o 0,8pp. wyższy niż zalecenie, co może w przyszłości sugerować np. konieczność emisji długu podporządkowanego.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	602	445	517	571
P/E	15,3	20,7	17,8	16,2
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,4
ROE	8,9%	6,7%	7,7%	8,4%
EPS	4,6	3,4	4,0	4,4
BVPS	52,0	50,8	51,3	51,7
DPS	4,8	4,6	3,4	4,0

Źródło: Bank Handlowy, Noble Securities

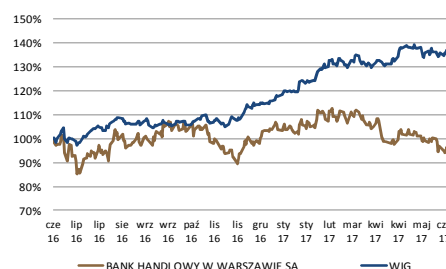
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 8:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

REDUKUJ

(inicjacja)

Cena bieżąca	70,6 zł
Cena docelowa (9M)	61 zł
Potencjał wzrostu	-13 %
Kapitalizacja	9 223 mln zł
Free float	25 %
Śr. wolumen 6M	44 789



PROFIL SPÓŁKI

Bank Handlowy to ogólnopolski bank uniwersalny.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Citibank	75%
Pozostali	25%

WAŻNE DATY

Raport za IH2017r.	23.08.2017
--------------------	------------

BZ WBK

Bank jest w relatywnie mniejszym stopniu niż Millennium czy mBank narażony na ryzyko rozwiązań dla kredytów frankowych. Portfel kredytów frankowych to około 12 proc. portfela banku. Z naszych obliczeń wynika, że w scenariuszu bazowym, na bank przypadłoby 600 mln zł kosztów rozwiązań dla kredytobiorców, co stanowi 20 proc. prognozowanego przez nas zysku brutto oraz 6 zł/akcję. Istotne będzie ostateczne zmaterializowanie się wspomnianych kosztów i zakończenie kilkuletniej niepewności, co będzie dla banku pozytywne. Jednocześnie jednak, ostatni kwartał pokazał, że być może tempo poprawy wyniku odsetkowego w banku znacząco zwalnia. Biorąc pod uwagę wypłaconą ostatnio dywidendę oczekujemy, że z grona banków posiadających znaczący portfel hipotek walutowych, to akurat BZ WBK wypłaci regularną dywidendę najszybciej, choć w niewielkiej wysokości. W naszym modelu zakładamy wypłatę 20 proc. zysków za bieżący rok a później 30 proc. zysków. Jednocześnie oczekujemy, że bank pokaże płaski zysk w 2017 r. i poprawi go o 7 proc. i 11 proc. w kolejnych latach. Ustalamy cenę docelową na 350 zł/akcje i rekomendujemy TRZYMAJ dla akcji banku.

Spokojny początek roku

Pierwszy kwartał był dla banku umiarkowanie dobry. Portfel zwiększył się o niecały procent i to głównie za sprawą kredytów korporacyjnych. Marża odsetkowa netto w ujęciu kwartalnym spadła 3 proc. choć bank intensywnie obniżał koszt finansowania. Wynik odsetkowy wyhamował tendencję zwiększania się z poprzednich kwartałów, jednak rocznie wciąż był o 11 proc. większy. Wynik prowizyjny spadł kwartalnie a r/r wzrósł jedynie 1 proc., co na tle konkurentów było słabym wynikiem.

Niewielka skala zaangażowania w kredyty walutowe

Bank, posiadając 14 procent portfela kredytów w postaci hipotek walutowych (12 proc. w CHF), jest narażony na ryzyko regulacji dotyczących tej kwestii w relatywnie mniejszym stopniu niż pozostali posiadacze znaczących portfeli kredytów głównie w CHF. Szacowana przez nas kontrybucja oznaczałaby dla banku nieco ponad 600 mln zł kosztów (rozłożonych proporcjonalnie do udziału portfela banku w portfelu rynkowym, czyli 6,1 zł/akcję).

Dywidenda

Ostatnia dywidenda jaką wypłacił bank jest według nas mniej istotna w kategoriach finansowych, a bardziej jako sygnał, że nadzór może ostatecznie pozwolić bankom „frankowym” na dzielenie się zyskami z akcjonariuszami. W naszym modelu zakładamy wypłatę dywidendy począwszy od roku 2018, na początku w wymiarze 20 proc. zysków a w kolejnych latach 30 proc. zysku.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	2167	2162	2308	2613
P/E	15,9	15,9	14,9	13,2
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,2
ROE	11,5%	10,8%	10,5%	10,7%
EPS	21,8	21,8	23,3	26,3
BVPS	211,8	236,0	257,0	277,9
DPS	12,7	8,3	4,8	7,8

Źródło: BZWBK, Noble Securities

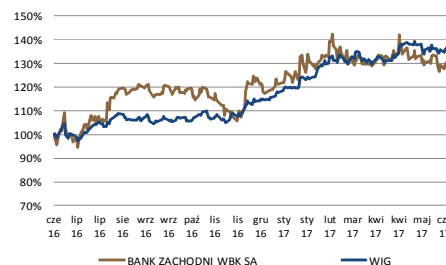
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

TRZYMAJ

(inicjacja)

Cena bieżąca	347 zł
Cena docelowa (9M)	350 zł
Potencjał wzrostu	1 %
Kapitalizacja	33 641 mln zł
Free float	25 %
Śr. wolumen 6M	68 511



PROFIL SPÓŁKI

BZWBK to ogólnopolski bank uniwersalny.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Banko Santander	69,41%
NN OFE	5,15%
Pozostali	25,44%

WAŻNE DATY

Raport za IH2017r. 27.07.2017

ING Bank Śląski

Obecnie ING Bank Śląski jest najdroższym spośród analizowanych przez nas banków. Notowany na kolejne lata z PE 17,6x, 15,8x i 14,8 x i odpowiednio P/BV 2x, 1,8x i 1,7x czyli z dwucyfrową premią dla każdego poza jednym uwzględnionych w wycenie lat i wskaźników. Mimo imponujących wyników ostatnich kwartałów, a także bardzo ograniczonego ryzyka ponoszenia kosztów związanych z portfelem hipotek walutowych, uważamy że wycena banku jest zbyt wysoka. Z tego głównie powodu, ustalając cenę docelową TP= 141 podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAŻ.

Oczekiwanie na odbicie w korporacjach

Podobnie jak władze mBanku, zarząd ING BSK także zapowiadał powrót do większych dynamik wzrostu portfela kredytowego dla korporacji. Biorąc to pod uwagę zwiększamy dynamiki wzrostu portfela na ten rok oraz kolejny do 9 proc. oraz 8 proc. Wyzwaniem będzie obrona NIM w tym roku. Jako jedyny z analizowanych przez nas banków ING obniżał q/q koszt finansowania w każdym kwartale 2015 i 2016 r. Uważamy, że potencjał na tym polu wyczerpuje się. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę nadzieje na ożywienie w korporacjach – potencjał poprawy marży na aktywach jest naszym zdaniem ograniczony.

Koszty ryzyka wzrosną

W związku z bardzo szybkim wzrostem portfela w ostatnich kwartałach uważamy, że koszty ryzyka w naturalny sposób wzrosną a notowane w 2016 r. 41 pb. jest niemożliwe do utrzymania w dłuższym czasie. Zakładamy, że koszty te w kolejnych latach wzrosną odpowiednio do 55 pb., 60 pb. i 60 pb. w kolejnych trzech latach.

Niewielka skala zaangażowania w kredyty walutowe

Bank w minimalnym stopniu jest obciążony problemem walutowych kredytów mieszkaniowych, udzielał ich bowiem jedynie przez kilka miesięcy, co sprawia, że w przypadku wejścia ustawy spreadowej lub wpłat na FWK konieczne do zaksięgowania koszty, nie zrujniają wyników w skali roku.

Dywidenda

Na koniec 1Q17 skonsolidowany współczynnik Tier1 wynosił 13,3 proc. a całkowity współczynnik 14,3 proc. Według ostatnich zaleceń KNF to zbyt mało by wypłacić jakąkolwiek dywidendę. Bank deklarował powrót do dzielenia się zyskami. W naszym modelu zakładamy, że bank wypłacić z zysków za bieżący rok 40 proc. dywidendy i w kolejnych latach podobnie.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	1253	1340	1495	1600
P/E	18,9	17,6	15,8	14,8
P/BV	2,3	2,0	1,8	1,7
ROE	11,8%	12,0%	12,2%	12,1%
EPS	9,6	10,3	11,5	12,3
BVPS	80,5	90,8	98,2	105,9
DPS	4,3	0,0	4,1	4,6

Źródło: ING BSK, Noble Securities

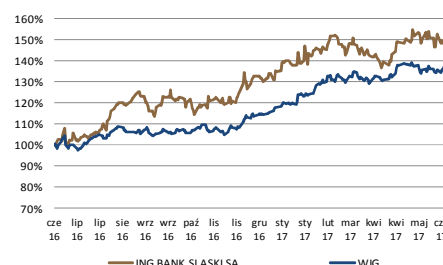
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

SPRZEDAŻ

(aktualizacja)

Cena bieżąca	182 zł
Cena docelowa (9M)	141 zł
Potencjał wzrostu	-23 %
Kapitalizacja	23 522 mln zł
Free float	25 %
Śr. wolumen 6M	44 789



PROFIL SPÓŁKI

ING Bank Śląski to ogólnopolski bank uniwersalny.

STRUKTURA AKCJONARIATU

ING Bank NV	75%
Aviva OFE	6,91%
Pozostali	18,09%

WAŻNE DATY

Raport za IH2017r.	02.08.2017
--------------------	------------

Z bardzo wysokimi współczynnikami wypłacalności, bank powinien sobie poradzić z zaleceniami regulatora dotyczącymi kredytów w CHF, nawet w bardziej rygorystycznej niż obecnie omawiana formie. Bank ma dobrą ekspozycję na segment detaliczny, który będzie głównym kredytobiorcą przez większą część bieżącego roku. Jednocześnie spodziewa się ożywienia w segmencie korporacyjnym. Ostatnie wzrosty kursu wyczerpują jednak naszym zdaniem potencjał wzrostów. Nie Obniżamy naszą rekomendację z TRZYMAJ do REDUKUJ ustalając cenę docelową na poziomie 388 zł/akcję.

Optymizm po pierwszym kwartale

Uważamy, że zapowiadany miliardowy poziom zysku netto w bieżącym roku jest jak najbardziej wykonalny. Po publikacji wyników zarząd komunikował, że w bieżącym roku marża odsetkowa powinna wzrosnąć, podobnie jak wynik prowizyjny, a koszty ryzyka ukształtować się na poziomie 55-60 pb. Naszym jednak zdaniem trudno będzie bankowi znacząco podnosić marżę odsetkową przy oddalającej się perspektywie podwyżki stóp. Bank obniżał koszt finansowania przez pięć ostatnich kwartałów i trudno oczekiwać by kolejne kwartały mogły dać obniżki w podobnej lub choćby zbliżonej skali. Uważamy, że wynik prowizyjny rzeczywiście wzrośnie, zakładamy wzrost o 9 proc. r/r w 2017 r. i 7 proc. oraz 5 proc. w dwóch kolejnych latach. Uważamy, że portfel kredytowy banku wzrośnie w tym roku 3 proc. Uważamy jednocześnie, że koszty ryzyka pozostaną nieco powyżej górnej granicy przedziału wskazywanego przez zarząd.

Dalsze rozwiązania dla portfela kredytów w CHF

Bank z około 18 miliardowym portfelem hipotek w CHF jest wystawiony na duże ryzyko regulacyjnych rozwiązań dla tego portfela. Ryzyko jednorazowego obciążenia banku kosztami czy to ustawy spreadowej czy to znaczącymi wpłatami na dedykowany subfundusz FWK jest więc dla banku bardzo istotne. Przy założeniu sumy kosztów dla sektora na poziomie 6 mld zł, na mBank przypadnie z tego 836 mln zł vs 1384 mln zł prognozowanego przez nas zysku brutto na ten rok. W przeliczeniu na akcję oznacza to zmniejszenie wartości 1 akcji o około 20 zł.

Potencjalne przejście polskich aktywów DB

Obecnie taka transakcja jest w sferze spekulacji medialnych, jednak naszym zdaniem jest całkiem prawdopodobna. WZA mBanku uchwaliło w marcu kapitał docelowy, z którego mBank mógłby pozyskać około 6 mld zł. Media donoszą, że Commerzbank (przez polski bank) byłby zainteresowany nabyciem pożyczek konsumenckich oraz kredytów hipotecznych denominowanych w złotych. Bazując na sprawozdaniu rocznym za 2015 można szacować, że byłby to portfel wartości w sumie kilkunastu mld zł. Pod znakiem zapytania jest rzecz jasna ich marżowość, jakość a przede wszystkim cena zakupu, jednak zakładamy, że mogłaby to być korzystna transakcja, zwłaszcza jeśli chodzi o wyżej marżowe kredyty konsumenckie.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	1222	1094	1147	1203
P/E	15,7	17,6	16,8	16,0
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2
ROE	9,7%	8,0%	7,8%	7,6%
EPS	29,0	25,9	27,2	28,5
BVPS	309,2	335,1	362,3	390,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0

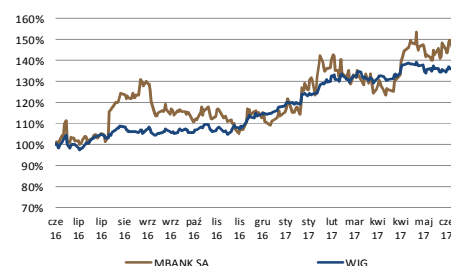
Źródło: mBank, Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji Nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

REDUKUJ

(aktualizacja)

Cena bieżąca	456 zł
Cena docelowa (9M)	388 zł
Potencjał wzrostu	-15 %
Kapitalizacja	18 018 mln zł
Free float	30,58%
Śr. wolumen 6M	23 622



PROFIL SPÓŁKI

mBank to ogólnopolski bank uniwersalny.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Commerzbank AG	69,42%
NN OFE	5,05%
Pozostali	25,53%

WAŻNE DATY

Wyniki za IH2017	27.07.2017
------------------	------------

Bank Millennium

Kurs Millennium od początku roku rósł najszybciej spośród analizowanych przez nas banków. Wraz z zakładanym przez nas stopniowym łagodzeniem rozwiązań dla portfeli kredytów frankowych, głębokie dyskonto w wycenie stawało się coraz mniej uzasadnione. Mimo wzrostów z pierwszej połowy roku, biorąc pod uwagę dalsze łagodzenie tonu wypowiedzi Kancelarii Prezydenta w sprawie ustawy spreadowej, jak również szczegóły przedstawiane przez KSF, uważamy że akcje banku nadal mogą zdrożeć. Bank ma silną pozycję kapitałową i ewentualne zwiększone domiary wynikające z posiadanego portfela frankowego nie będą zmuszać do podnoszenia współczynników wypłacalności. Podnosimy cenę docelową do 8,1 zł /akcje i podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ.

Ostateczne rozwiązania dla portfeli kredytów w CHF coraz bliżej

Millennium posiada największy, bo ponad 35-procentowy udział kredytów hipotecznych we franku szwajcarskim w portfelu kredytowym ogółem. Ryzyko jednorazowego obciążenia banku kosztami czy to ustawy spreadowej, czy to znaczącymi wpłatami na dedykowany subfundusz FWK jest więc dla banku decydujące. Według naszych kalkulacji, rozwiązania te mogą kosztować Millennium w scenariuszu 6-miliardowego kosztu dla sektora, blisko 800 mln zł czyli praktycznie cały zysk brutto tego roku. W przeliczeniu na akcję, poniesienie takich kosztów oznaczałoby zmniejszenie wartości o 0,7 zł/akcję.

Strategia niemożliwa do zrealizowania

W bieżącym roku kończy się czas obowiązywania trzyletniej strategii banku. Według naszych szacunków nie uda się zrealizować celu obniżenia wskaźnika proporcji kosztów do dochodów do 45-47 proc. (według nas wyniesie on na koniec 2017 r. 55 proc.). Ponadto osiągnięcie 13-14 proc. ROE w tym roku jest dalece nierealne (zakładamy niecałe 9 proc.). Niewykonalność założeń strategicznych w sporej części wynika tu jednak chociażby z podatku bankowego, którego w momencie tworzenia założeń strategicznych nie było. Strategia czeka na aktualizację na następne okresy. Oczekujemy jej pod koniec roku, czyli prawdopodobnie w momencie kiedy ogólne koszty związane z kredytami mieszkaniowymi będą mniej więcej policzalne.

Działalność operacyjna i dywidenda

Uważamy, że w bieżącym roku tempo przyrostu portfela w banku wyniesie 4 proc. r/r, co przy poprawionej dzięki kosztowi finansowania marży odsetkowej, pozwoli na wypracowanie 619 mln zł zysku netto w 2017 r i 660 mln zł 2018 r. bez księgowania efektów regulacji dotyczących portfela walutowego. Mimo deklaracji Zarządu co do chęci wypłaty w dywidendzie 30-50 proc. zysku, uważamy, że nastąpi to najszybciej w 2019 r. W naszej wycenie takiego scenariusza nie bierzemy pod uwagę i na użytek wyceny zakładamy zatrzymywanie całego zysku w horyzoncie modelu.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	701	621	669	759
P/E	12,5	14,2	13,1	11,6
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0
ROE	10%	9%	8%	9%
EPS	0,6	0,5	0,6	0,6
BVPS	5,7	6,2	6,8	7,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0

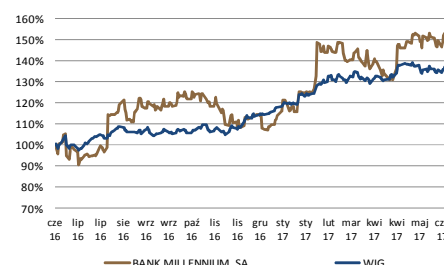
Źródło: Millennium, Noble Securities

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLERSKI

Akumuluj

(aktualizacja)

Cena bieżąca	7,2 zł
Cena docelowa (9M)	8,1 zł
Potencjał wzrostu	12 %
Kapitalizacja	8 783 mln zł
Free float	49,9 %
Śr. wolumen 6M	905 240



PROFIL SPÓŁKI

Millennium to ogólnopolski bank uniwersalny nastawiony na obsługę mniejszych korporacji i klientów detalicznych.

STRUKTURA AKCJONARIATU

BCP	50,10%
NN OFE	9,94%
Aviva OFE	5,45%
Pozostali	34,51%

WAŻNE DATY

Wyniki za IH2017	25.07.2017
------------------	------------

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

Bank Pekao SA

Znane są już oczekiwania nowych akcjonariuszy co do działania banku i to pozwala widzieć potencjalną zmianę w jego dotychczasowej, dość konserwatywnej polityce kredytowej. Uważamy, że bank zwiększy obecność w sektorze detalicznym, zaakceptuje wyższe koszty ryzyka, a jednocześnie doinwestuje technologię co zwiększy koszty. Polityka dywidendowa w najbliższym czasie nie powinna ulec zmianie. Poza bieżącym rokiem, bank jest notowany z premią do sektora, co w dużej części przypisujemy z jednej strony wysokim dywidendom, a z drugiej brakowi ryzyka rozwiązań dla kredytów w CHF. Wyznaczamy cenę docelową dla akcji Pekao na poziomie TP=131 zł i widząc 8-proc. potencjał wzrostu podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ.

Z nowym właścicielem

Uważamy, że po sfinalizowaniu zmiany głównego właściciela, bank czeka kilka miesięcy bez wyraźnego zmieniania strategii działania. Z zapowiedzi PFR wynika, że bank miałby przyspieszyć inwestycje w nowe technologie, bankowość detaliczną i transformację sieci. Dbając o rentowność - położyć nacisk na sektory MSP i detal, a strukturę finansowania oprzeć bardziej na depozytach detalicznych, obligacjach i listach zastawnych. Zmiany te jednak wymagają czasu.

Bank czekają inwestycje

W naszych prognozach zakładamy wzrosty portfela kredytów 6 proc., proc. oraz 8 proc. w kolejnych dwóch latach. Uważamy, że jednocześnie koszty ryzyka wzrosną stopniowo do 70 pb. w 2019 roku. Z powodu poniesienia nakładów na inwestycje w technologie, zakładamy wyższe koszty, przynajmniej do 2020 roku. Szacujemy ich wzrost na 7 proc. w bieżącym roku (w części również z powodu konsolidacji PPIM) oraz 2 proc. rocznie w kolejnych okresach.

Zakup akcji PPIM i Pekao Pioneer PTE

Pod koniec maja Pekao poinformowało, że dokupi 51 proc. PPIM oraz 35 proc. funduszu emerytalnego za 140 mln eur. Transakcja wygeneruje zysk na poziomie skonsolidowanym w wysokości 400 mln zł. Dodano, że transakcja nie zmieni polityki dywidendowej. Wygenerowany zysk pozwoli by zysk netto grupy w relacji r/r był niższy za ledwie o nieco więcej niż 1 proc., co jest spójne z zapowiedziami Zarządu sprzed kilku tygodni. Uważamy, że docelowo działalność zarządzania funduszami zostanie scalona na poziomie grupy PZU.

Dywidendy wciąż wysokie

Zakładamy, że przynajmniej w ciągu następnych trzech lat bank wypłaci cały zysk w postaci dywidendy. W kolejnych okresach, zgodnie z zapowiedziami nowego akcjonariusza, zmniejszamy jej poziom do 75 proc. Biorąc pod uwagę jedynie względy regulacyjne zakładamy, że bank nie napotka ograniczeń w wypłacie dywidendy i będzie ona zależeć wyłącznie od decyzji właścicieli.

Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	2280	2248	2096	2145
P/E	13,9	14,1	15,1	14,8
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,4
ROE	10,0%	9,9%	9,4%	9,7%
EPS	8,7	8,6	8,0	8,2
BVPS	87,3	85,0	84,5	84,6
DPS	8,7	8,7	8,6	8,0

Źródło: Pekao, Noble Securities

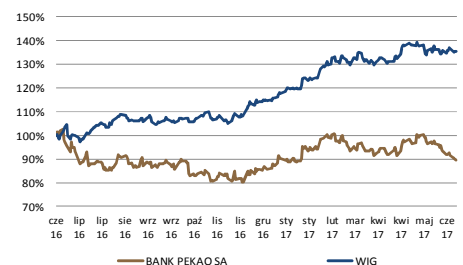
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLESKI

Trzymaj

(aktualizacja)

Cena bieżąca	121 zł
Cena docelowa (9M)	131 zł
Potencjał wzrostu	8 %
Kapitalizacja	31 693 mln zł
Free float	67,2 %
Śr. wolumen 6M	883 045



PROFIL SPÓŁKI

Pekao to ogólnopolski bank uniwersalny obsługujący wszystkie segmenty rynku.

STRUKTURA AKCJONARIATU

PZU i PFR	32,8 %
Pozostali	67,2 %

WAŻNE DATY

Wyniki za IH2017 r.	2.08.2017
---------------------	-----------

Mimo obciążenia problemem kredytów mieszkaniowych w walutach obcych uważamy, że bank powinien sobie relatywnie dobrze poradzić w najbliższych kwartałach. Jako wrażliwy na zmiany stóp procentowych powinien szybko zacząć pokazywać w wynikach pozytywny wpływ oczekiwanej, choć oddalającej się podwyżki. Nie uwzględniamy wypłaty dywidend w bieżącym i kolejnym roku z powodu zaleceń nadzoru. W dalszym horyzoncie liczymy na wypłaty rzędu 20-40 proc. jako, że przy okazji prezentacji strategii Zarząd podkreślał wolę dzielenia się zyskiem. Uważamy, że korzystna sytuacja makroekonomiczna, nie tylko będzie wspierała wyniki banku, ale także postrzeganie jego atrakcyjności w oczach inwestorów. Aktualizując nasze prognozy dla banku, podnosimy celę docelową do 39,5 zł/akcję jednocześnie obniżając rekomendację do Akumuluj.

Założenia strategii coraz bardziej realne

Podnosimy w naszych prognozach tempo udzielania kredytów w bieżącym roku (z 4 proc. na 5 proc.) obniżając przy tym lekko (o 10 pb.) koszt ryzyka. W efekcie zysk netto dla lat 2017-2019 zwiększa się odpowiednio o 1 proc. i 17 proc. w kolejnych dwóch latach. Uważamy, że PKO BP uda się w niezmiennych warunkach regulacyjnych osiągnąć ponad 10-procentowy zwrot na kapitale (zakładamy 10,5 proc. w 2020 r.). Jednocześnie uważamy, że bank może mieć problem z utrzymaniem kosztów ryzyka w dolnej granicy zapowiadanego przedziału 75-85 pb. i będą się one kształtować bliżej 90 pb., co zakładamy w wycenie.

Ryzyko portfela kredytów walutowych

Bank jako jeden z pierwszych zapowiada ofertę przewalutowania dla swoich klientów. Jej wstępnie przedstawione warunki zakładają DTI powyżej 65 proc., zrównanie raty w CHF z płaconą po przewalutowaniu oraz kryterium socjalne – oferta dotyczy jednego posiadanego mieszkania lub domu. Biorąc pod uwagę bieżące warunki rynkowe (m.in. osłabianie CHF, perspektywy wzrostu stóp złotych) uważamy, że nie spotka się ona z dużym zainteresowaniem. Nawet jeśli jej warunki zostałyby docelowo złagodzone (np. DTI obniżony do 60 proc.). Hipoteki walutowe stanowią 14 proc. portfela banku, co jest mniejszą częścią niż w mBanku czy Millennium. W zakładanym przez nas scenariuszu obciążenia sektora dużymi składkami na subfundusz Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, na PKO BP przypadałoby około 1,3 mld zł, czyli 1,1 zł/akcję.

Dywidenda

Zakładamy, że bank nie będzie wypłacał dywidendy przynajmniej do 2018 r. Tegoroczne zalecenia KNF wykluczyły taką możliwość, a uważamy, że przyszłoroczne nie będą od nich odbiegać. Uważamy, że pierwszą dywidendę akcjonariusze otrzymać mogą w 2019 r. i tak też zakładamy w naszym modelu wyceny.

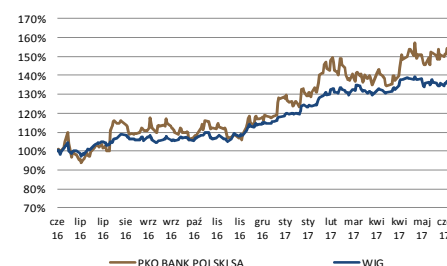
Wybrane wskaźniki	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto	2874	2900	3403	3997
P/E	15,0	14,9	12,7	10,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0
ROE	9%	8%	9%	10%
EPS	2,3	2,3	2,7	3,2
BVPS	26,1	28,7	31,4	33,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,8

Źródło: PKO BP, Noble Securities

AKUMULUJ

(aktualizacja)

Cena bieżąca	34,6 zł
Cena docelowa (9M)	39,5 zł
Potencjał wzrostu	14 %
Kapitalizacja	43 188 mln zł
Free float	68,61%
Śr. wolumen 6M	2 196 339



PROFIL SPÓŁKI

PKO BP to ogólnopolski bank uniwersalny obsługujący wszystkie segmenty rynku.

STRUKTURA AKCJONARIATU

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

WAŻNE DATY

Raport za IH2017r.	28.08.2017
--------------------	------------

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 08:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 21.06.2017 o godz. 11:00.

REKOMENDACJA

PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża **wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.**

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitentów w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPIJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWNANIACH I REKOMENDACJACH

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Rekomendacja przed publikacją nie została ujawniona Emitentowi.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług Noble Securities S.A. lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi Noble Securities S.A. lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy Noble Securities S.A. lub z opłatami za transakcje, które otrzymują Noble Securities S.A. lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitentów, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Żaden z Emitentów nie jest akcjonariuszem Noble Securities S.A.,
- Analityk nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem żadnego z Emitentów,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitentów lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitentów albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działają Emitenci,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitentów w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe ani nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem,
- ani Analityk, ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z żadnym z Emitentów, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji.
- Noble Securities S.A. jest stroną umowy z Alior Bankiem S.A. dotyczącej świadczenia usług maklerskich,
- Noble Securities S.A. pełni funkcję Animatora Rynku dla instrumentów finansowych Banku Polska Kasa Opieki S.A.,
- Noble Securities S.A. jest stroną umów z Bankiem Polska Kasa Opieki S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich,
- Noble Securities S.A. jest stroną umów z Bankiem Millennium S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich,
- Noble Securities S.A. jest stroną umów z ING Bank Śląski S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich,
- Noble Securities S.A. jest stroną umów z mBank S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich,
- Noble Securities S.A. w okresie ostatnich 12 miesięcy był stroną umów z Bankiem Handlowym S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich,
- Noble Securities S.A. jest spółką zależną od Getin Noble Bank S.A., który prowadzi działalność konkurencyjną wobec Emitentów,

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitentów albo podmiotów wymienionych w Rekomendacji.

REKOMENDACJA

Zgodnie z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy żadnym z Emitentów a Noble Securities S.A., osobami powiązanymi z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem i osobami będącymi z nim w bliskich stosunkach **nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu art. 5 – 6 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (dalej „Rozporządzenie 2016/958”) oraz § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Rekomendacji.**

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna Noble Securities S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu.

Noble Securities S.A. posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. Noble Securities S.A. ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach Noble Securities S.A. funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową.

Noble Securities S.A. posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. Zakazane jest przyjmowanie przez Noble Securities S.A. lub osoby powiązane z Noble Securities S.A. uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji, korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści rekomendacji, proponowanie emitentowi lub sprzedawcy przez Noble Securities S.A. lub osoby powiązane z Noble Securities S.A. uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji, treści korzystnej dla tego emitenta lub wystawcy oraz udostępnianie rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jej dystrybucji, emitentowi lub osobom innym niż uczestniczące w jej sporządzeniu w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Noble Securities S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitentów,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitentów, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitentów, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące danego Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wyeliminowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykiem w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

REKOMENDACJA

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania*	Data ważności	Status	Sporządził**
Unibep	Trzymaj	14,8	13,9	13,7	8%	2017-06-20	2018-03-13	aktualna	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	224,8	229,5	233,9	-4%	2017-06-13	2018-03-13	aktualna	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Group	Akumuluj	53,0	45,2	44,2	20%	2017-05-10	2018-02-10	aktualna	Krzysztof Radojewski
Rawlplug	Kupuj	18,0	12,6	12,4	45%	2017-04-19	2018-01-19	aktualna	Krzysztof Radojewski
Izoblok	Akumuluj	210,0	185,0	158,2	33%	2017-04-12	2018-01-12	aktualna	Michał Sztabler
Trans Polonia	Kupuj	10,8	7,1	6,2	74%	2017-03-10	2017-12-10	aktualna	Michał Sztabler
PKP Cargo	Trzymaj	48,6	51,0	62,9	-23%	2017-01-16	2017-10-16	aktualna	Michał Sztabler
Alior Bank	Akumuluj	68,0	59,8	59,0	15%	2017-01-13	2017-10-13	aktualna	Marta Dancewicz
ING Bank Śląski	Sprzedaj	132,8	170,6	181,6	-27%	2017-01-13	2017-10-13	aktualna	Marta Dancewicz
mBank	Trzymaj	362,8	361,0	455,9	-20%	2017-01-13	2017-10-13	aktualna	Marta Dancewicz
Bank Millennium	Akumuluj	6,8	5,8	7,2	-6%	2017-01-13	2017-10-13	aktualna	Marta Dancewicz
Pekao	Trzymaj	137,9	129,0	120,8	14%	2017-01-13	2017-10-13	aktualna	Marta Dancewicz
PKO BP	Kupuj	37,6	30,4	34,6	9%	2017-01-13	2017-10-13	aktualna	Marta Dancewicz
Apator	Trzymaj	31,7	29,7	35,0	-9%	2017-01-05	2017-10-05	aktualna	Michał Sztabler
Aplisens	Kupuj	16,1	12,8	13,0	24%	2017-01-05	2017-10-05	aktualna	Michał Sztabler
Sonel	Trzymaj	11,20	11,00	10,0	12%	2017-01-05	2017-10-05	aktualna	Michał Sztabler
Pfleiderer Group	Trzymaj	40,3	37,0	44,2	-9%	2016-12-19	2017-05-10	archiwalna	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Trzymaj	313,0	287,5	362,0	-14%	2016-12-12	2017-09-12	aktualna	Krzysztof Radojewski
Uniwheels	Akumuluj	250,0	211,1	251,0	0%	2016-11-30	2017-08-30	aktualna	Michał Sztabler
Odlewnie Polskie	n.d.	6,2	3,5	4,0	53%	2016-11-22	2017-08-22	aktualna	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	191,4	203,0	233,9	-18%	2016-10-11	2017-07-11	archiwalna	Krzysztof Radojewski
Elektrobudowa	Trzymaj	115,8	108,5	115,0	1%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Erbud	Trzymaj	29,6	29,9	31,9	-7%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Trakcja	Akumuluj	14,9	12,7	14,6	2%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	13,4	11,3	13,7	-2%	2016-10-11	2017-07-11	archiwalna	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	15,7	12,8	17,3	-9%	2016-09-29	2017-06-29	aktualna	Michał Sztabler
Inter Cars	Trzymaj	297,9	283,8	307,0	-3%	2016-09-26	2017-06-26	aktualna	Łukasz Magiera, Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	230,0	207,0	182,5	26%	2016-09-09	2017-06-09	archiwalna	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	9,3	8,3	17,3	-46%	2016-07-07	2016-09-29	archiwalna	Michał Sztabler
Rawlplug	Kupuj	13,8	8,6	12,4	12%	2016-06-29	2017-03-29	archiwalna	Krzysztof Radojewski

*Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia

**Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Marta Dancewicz - Analityk Akcji

Ostatnio wydane rekomendacje dotyczące rekomendowanych w niniejszym raporcie banków:

	Rekomendacja/aktualizacja	Data wydania	Kurs z dnia rekomendacji	Cena docelowa
Alior	Akumuluj	13.01.2017	59,8	68
ING BSK	Sprzedaj	13.01.2017	170,55	132,8
mBank	Trzymaj	13.01.2017	361	363
Millennium	Akumuluj	13.01.2017	5,75	6,8
Pekao	Trzymaj	13.01.2017	129	138
PKO	Kupuj	13.01.2017	30,4	37,6

Źródło: Noble Securities