

piątek, 23 kwietnia 2021 | aktualizacja raportu

PKO BP: kupuj (podtrzymana)

PKO PW; PKO.WA | Banki, Polska

Efekt domina rozpoczęty

NWZA PKO BP zagłosowało za utworzeniem funduszu specjalnego z przeznaczeniem na pokrycie szczególnych strat bilansowych, które powstaną w następstwie rozpoznania skutków finansowych uгод z konsumentami, którzy wzięli kredyt hipoteczny w walucie obcej. W skrócie oznacza, to, że Zarząd dostał zielone światło od akcjonariuszy do zaproponowania uгод na zasadach KNF i zaksięgowania straty związanej z nimi (szacujemy na 6,7 mld PLN) w siłę wyników za 2020 rok (pierwotnie oczekiwaliśmy straty w 2021 roku). W naszych dotychczasowych prognozach zakładaliśmy, że NWZA zostanie odroczone o 30 dni, co nie nastąpiło pomimo poparcia wniosku przez Skarb Państwa. Oznacza to, że wyniki PKO BP w tym roku jak i kolejnych powinny być wolne od rezerw CHF, a ROE banku wzrośnie w tym roku do 11%. Dodatkowo w PKO BP zakładamy obecnie wypłatę dywidendy na poziomie 90% zysku netto już w 2022 roku, co przekłada się na DY w wysokości 10%. Z drugiej strony NWZA zdecydowało, że PKO nie przeprowadzi buyback czego i tak nie braliśmy pod uwagę w naszych prognozach. Uważamy, że re-rating PKO BP powinien teraz przyspieszyć, co spowoduje wzrost wyceny P/BV >1,0x (po odpisie wycena 2021 P/BV 0,97x) i co również oznacza, że warunek skupu akcji własnych i tak nie byłby spełniony (warunek P/BV <1,0x). Zmiana w prognozach, którą przeprowadzamy nie ma większego znaczenia dla wyceny PKO, ale naszym zdaniem ma ogromny wpływ na sektor. Uważamy, że rozpoczęcie procesu ugodowego w banku z największą ekspozycją na kredyty CHF wywoła efekt domina i z pewnością popchnie pozostałych graczy do podobnego działania. Obecnie, na drodze do zakończenia frankowej sagi w polskim sektorze bankowym może stać jedynie negatywny wyrok TSUE czy SN. Należy jednak pamiętać, że SN targany wewnętrznymi sporami może kolejny raz przełożyć swoje obrady, co naszym zdaniem powinno nakłaniać klientów do podpisywania uгод. Podtrzymujemy nasz pogląd, że po rozwiązaniu kwestii kredytów CHF PKO BP powinien być notowany na wskaźniku P/BV 1,2x-1,1x w kolejnych latach wobec obecnych 0,97x.

Dywidendy możliwe już w 2022 roku

Oczekujemy, że dzięki zaksięgowaniu strat na poczet wyników 2020 roku, PKO BP będzie mogło zacząć wypłacać dywidendy już w 2022 roku, co pozytywnie odróżni bank od frankowej konkurencji. Bank nie będzie korzystał z pomocy NBP dzięki czemu nie będzie miał narzuconych dodatkowych reguł do wypłaty. Przy zakładanej wypłacie na poziomie 90% DY banku będzie bliski 10%. Należy również pamiętać, że PKO BP posiada nadal zysk niepodzielony z lat ubiegłych w wysokości 5,5 mld PLN (DPS 4,4 PLN), co przekłada się na DY 13%. Niemniej jednak w naszych prognozach nie zakładamy obecnie jego wypłaty ponieważ PKO BP może szukać okazji na rynku m&a (np. część detaliczna Banku Handlowego). Ekstra dywidenda może stanowić potencjalny kolejny katalizator do realizacji naszej wyceny.

(mln PLN)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Wynik odsetkowy	10 279,0	10 151,0	10 080,7	10 353,7	10 651,6
Wynik pozaodsetkowy	4 759,0	4 415,0	4 773,7	4 864,8	4 964,8
Koszty ogółem	6 516,0	6 313,0	6 122,5	6 674,7	6 856,2
Zysk operacyjny*	8 522,0	8 253,0	8 732,0	8 543,8	8 760,2
Zysk netto	4 031,0	-4 056,0	4 374,3	4 370,2	4 622,8
Koszty/przychody (%)	43,3	43,3	41,2	43,9	43,9
ROE (%)	10,0	-	10,8	10,3	10,7
P/E (x)	10,2	-	9,4	9,4	8,9
P/BV (x)	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
DPS	1,33	0,00	0,00	3,15	3,15
Stopa dywidendy (%)	4,0	0,0	0,0	9,6	9,6

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	32,91 PLN
Cena docelowa	40,66 PLN
Kapitalizacja	41,1 mld PLN
Free float	29,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	154,7 mln PLN

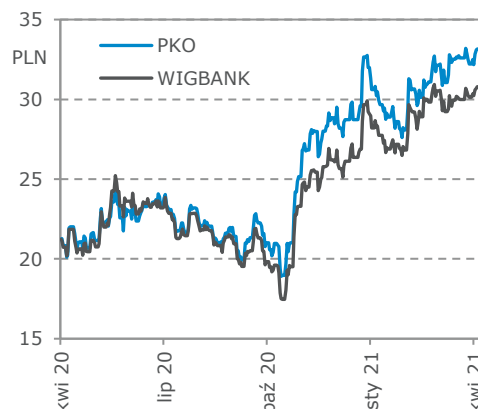
Struktura akcjonariatu

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	40,66	40,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKO BP	32,91	40,66	+23,5%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
WNDB	-0,6%	-0,8%	-1,2%
Zysk brutto	686,7%	1,9%	0,8%
Zysk netto	-	4,1%	1,5%

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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające ze skutków wykorzystania 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 z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 kwietnia 2021 o godzinie 12:53.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 kwietnia 2021 o godzinie 13:10.

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmienności 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**PKO BP**

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05	2020-06-03	2020-04-16
cena docelowa (PLN)	40,00	32,40	22,58	22,58	24,85
kurs z dnia rekomendacji	33,15	27,23	20,44	22,06	22,14



mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Piotr 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