

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

Banki

Banki, Polska

Powrót do przeszłości

Kontynuujemy przeważanie polskiego sektora bankowego a obecny poziom wycen postrzegamy jako wciąż atrakcyjny moment na budowanie ekspozycji. Uważamy, że polski sektor bankowy już dawno nie miał tak dobrych perspektyw, które realnie przyćmić mogą tylko negatywne rozstrzygnięcia dotyczące franków. Obecnie średnioważony kapitalizacją potencjał wzrostu sektora oceniamy na +16,2% co może być zaskakująco dużo biorąc pod uwagę, że przez ostatnie 12 miesięcy indeks WIG Banki wzrósł o 78%. Naszym zdaniem wycena sektora dyskontuje już oczekiwania odnośnie ugodowego rozwiązania kwestii frankowej oraz re-rating, który domykał lukę w wycenie pomiędzy Polską a CEE powstałą w 2020 roku, ale nie uwzględnia jeszcze podwyżek stóp procentowych ani relatywnie dobrych wyników w 2021 roku. Włączając oba czynniki do naszych prognoz podnosimy nasze oczekiwania o 18% na 2022 rok oraz o 30% na 2023 rok. Nasze szacunki plasują się odpowiednio 20% i 23% powyżej konsensusu co pokazuje, że właściwy ruch na prognozach dopiero będzie miał miejsce. Obecnie na 2022/23 sektor notowany jest na 10,6x i 8,8x P/E oraz 1,0x P/BV przy ROE na poziomie 10%-11%. Poziom ten nie wydają się wygórowany szczególnie, że w latach 2015-20 przy średnim NTM ROE 9% sektor notowany był na 12,9x P/E oraz 1,2x P/BV. Uważamy, że katalizatorem dla dalszych wzrostów może być po raz kolejny przełożone spotkanie SN (zaplanowane na 2 września) lub nowa projekcja inflacji NBP, która uwiarygodni prognozę na wzrost stopy bazowej. Reasumując uważamy, że rosnąca rentowność sektora, przywrócony strumień dywidend, rozwiązana kwestia kredytów frankowych oraz obecna wciąż atrakcyjna wycena jest świetnym punktem wyjścia do dalszej poprawy kapitalizacji całego sektora. Pośród dużych banków naszymi top picks są Pekao oraz PKO BP zaś z mniejszych Alior Bank i BNP Paribas BPL.

Stopy będą rosnać

Nasze prognozy zakładają wzrost stopy bazowej o 140 p.b. co może wydawać się założeniem dość optymistycznym. Konsensus obecnie zakłada wzrost stopy o 100 p.b. ale warto zauważyć, że oczekiwania cały czas rosną. Obecnie średnia prognoza zbliża się do podwyżki na poziomie 125 p.b. a najwyższe prognozy znajdują się na poziomie 150 p.b. dla stopy bazowej. Uważamy, że wraz z kolejnymi odczytami inflacji średnia prognoza będzie dążyć do poziomu naszej. Po ostatnim cyklu w 2020 roku oczekujemy, że największymi beneficjentami podwyżek stóp będą Bank Pekao, Santander oraz Bank Handlowy.

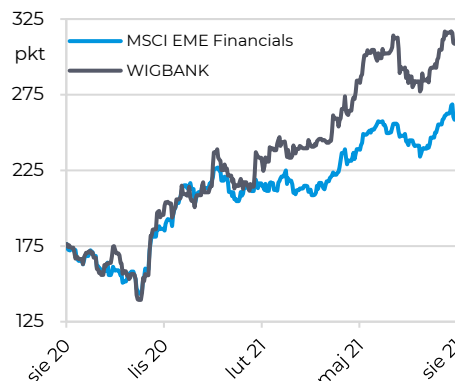
Wycena zdecydowanie za nisko

Uważamy, że wycena nadal znajduje się na bardzo atrakcyjnym poziomie. Zgodnie z założeniami z naszego kwietniowego raportu rynek dokonał re-ratingu do poziomu wartości księgowej ale obecnie uważamy, że poziom ten jest nieadekwatny. W 2021 roku zostaliśmy zaskoczeni dobrymi wynikami sektora a dodatkowo włączyliśmy podwyżki stóp procentowych. Obecnie prognozujemy, że w latach 2022 i 2023 polski sektor bankowy na wskaźniku P/E notowany jest z 18% - 31% do historycznej średniej (lata 2015-2020) oraz z 10%-15% dyskontem na wskaźniku P/BV. Warto zaznaczyć, że w latach średnie ROE sektora znajdowało się o około 2 p.p. niżej od obecnie prognozowanego.

spółka	P/E			P/BV			ROE%		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
PKO	11,45	10,30	8,66	1,18	1,16	1,10	10,88	11,34	13,01
PEO	18,28	11,17	9,22	1,06	0,99	0,93	5,92	9,18	10,39
SPL	-	12,23	9,75	1,18	1,08	1,04	-	9,23	10,87
ING	15,69	13,73	12,69	1,52	1,46	1,36	10,00	10,86	11,12
BNP	16,01	8,22	6,78	0,81	0,75	0,69	5,22	9,50	10,64
MIL	-	8,70	7,60	1,23	1,08	0,96	-	13,24	13,37
BHW	9,77	14,01	10,89	0,75	0,77	0,77	7,86	5,42	7,06
ALR	16,17	10,16	6,44	0,82	0,74	0,65	5,19	7,67	10,79

WIG-Banki	7585,83
MSCI EME Financials	267,88
2022P P/E	11,3x
2022P P/BV	1,1x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	50,65	40,66	kupuj	kupuj
PEO	130,00	102,00	kupuj	kupuj
SPL	345,80	283,70	kupuj	kupuj
ING	250,00	190,00	akumuluj	akumuluj
BNP	102,48	90,00	kupuj	kupuj
MIL	7,30	4,20	akumuluj	trzymaj
BHW	55,00	49,50	kupuj	akumuluj
ALR	55,00	30,00	kupuj	akumuluj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
PKO	42,05	50,65	+20,45%
PEO	107,20	130,00	+21,27%
SPL	302,00	345,80	+14,50%
ING	231,50	250,00	+7,99%
BNP	70,00	102,48	+46,40%
MIL	6,60	7,30	+10,61%
BHW	45,90	55,00	+19,83%
ALR	43,72	55,00	+25,80%

Analitik:

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

PKO BP: kupuj (podtrzymana)

PKO.PW; PKO.WA | banki, Polska

Franki z wozu, rentowności lżej

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj bez zmian, ale podwyższamy naszą cenę docelową do 50,65 PLN na akcję. Uważamy, że PKO BP zaadresował problem portfela CHF oraz jest dobrze spozycjonowany na podwyżki stóp procentowych, chociaż nie tak wrażliwy jak w przeszłości. Po aplikacji wzrostu stopy bazowej o 140 p.b. nasza prognoza wyniku odsetkowego rośnie aż o 1,4 mld PLN w 2023 roku. Jednocześnie obniżamy naszą prognozę na koszt ryzyka do około 43 p.b. w latach 2022/23. Oczywiście absolutny poziom rezerw zależęć będzie od rozwiązania problemu frankowego, ale nadal wierzymy, że PKO BP podążać będzie ścieżką ugodową, a rezerwy zawiązane w 2020 roku będą wystarczające. Jeżeli jednak orzecznictwo SN będzie mniej korzystne dla sektora to należy pamiętać, że na koniec 1H'21 nadwyżka kapitałowa na Tier 1 wynosi 17 mld PLN, co powinno wystarczyć aby zaabsorbować ewentualne dodatkowe straty. Jeżeli jednak niespodzianek nie będzie to PKO BP może zaoferować dodatkową dywidendę z zysku niepodzielonego, który obecnie wynosi 5,5 mld PLN. PKO BP musi także na nowo budować zaufanie inwestorów po znaczących zmianach w składzie Zarządu. Bank pod nowymi sterami ma bardziej skupić się m.in. na działalności ubezpieczeniowej. Od minimum sprzed 12 miesięcy wycena na wskaźniku P/BV PKO BP na 2022 rok wzrosła z 0,51x P/BV do 1,09x obecnie oraz na P/E z 4,5x do 9,7x. Uważamy, że znaczący wzrost rentowności i dywidendy zasługują na wyższe wskaźniki i obecnie wyceniamy PKO BP na 2022 P/BV 1,39x i P/E 12,4x. Na pierwszy rzut oka wycena może wyglądać wymagająco, ale należy pamiętać, że historycznie bank notowany był na NTM P/E 12,4x (5-letnia średnia).

Podnosimy prognozy

Podnosimy nasze prognozy zysku netto dla PKO BP o 5% na 2021 r., 17% na 2022 r. oraz o 31% na 2023 r. Znacząca zmiana prognoz jest spowodowana głównie przez wzrost stóp, a co za tym idzie wyniku odsetkowego (+4%/+13% w latach 2022/23). Równocześnie jesteśmy bardziej pozytywni na wolumeny kredytowe, wynik prowizyjny i rezerwy, co jest głównie konsekwencją wyników w 2Q'21. W konsekwencji oczekujemy, że ROE PKO BP w 2023 r. wzrośnie do 13%, czyli poziomu ostatnio notowanego w 2013 roku.

Duża dywidenda na horyzoncie

Zgodnie z wytycznymi KNF w 2022 roku prognozujemy wypłatę dywidendy na poziomie 50%, ale już w 2023 roku 90%. Uważamy, że KNF zniesie część obostrzeń wraz z postępowaniem działań ugodowych. W zanadru pozostaje bardzo wysoki zysk niepodzielony, który na koniec 2Q'21 wynosił aż 5,5 mld PLN (DPS 4,4 PLN).

MAP przypomina o ryzyku politycznym

Zarząd PKO BP przeżył prawdziwe trzęsienie ziemi, a zmiany dosięgły większości kluczowych stanowisk. Nowy Zarząd nie zapowiedział zwrotu w dotychczasowej strategii banku, a jedynie lekkie zmiany jak na przykład większy nacisk na ubezpieczenia. Niemniej jednak PKO cały czas nie wystartował z systemem ugód a plotki wciąż łączą bank z Getin Noble Bankiem, co pozostaje czynnikiem ryzyka.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	10 290,0	10 346,0	9 593,1	10 790,9	12 083,7
wynik pozaodsetkowy	4 574,0	4 430,0	5 240,5	5 113,6	5 346,8
koszty ogółem	6 342,0	6 312,0	6 279,9	6 819,0	6 970,8
zysk operacyjny	8 522,0	8 464,0	8 553,8	9 085,6	10 459,7
zysk netto	4 031,0	-2 557,0	4 591,4	5 103,9	6 068,5
C/I (%)	42,7	42,7	42,3	42,9	40,0
ROE (%)	10,0	-	10,9	11,3	13,0
P/E (x)	13,0	-	11,4	10,3	8,7
P/BV (x)	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
DPS (PLN)	1,33	0,00	0,00	3,31	3,67
stopa dywidendy (%)	3,2	0,0	0,0	7,9	8,7

cena bieżąca	42,05 PLN
cena docelowa	50,65 PLN
kapitalizacja	52,56 mld PLN
free float	37,09 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	125,7 mln PLN

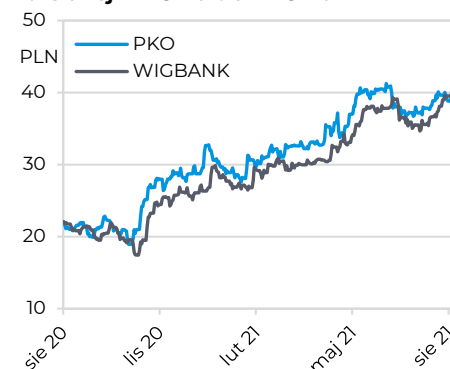
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,43%
NN OFE	8,58%
Aviva OFE	7,49%
Pozostali	54,50%

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	50,65	40,66	kupuj	kupuj
Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
PKO BP	42,05	50,65	+20,5%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		-0,1%	+4,5%	+11,6%
zysk brutto		+7,5%	+16,3%	+28,7%
zysk netto		+5,0%	+16,8%	+31,3%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | banki, Polska

We właściwym miejscu i czasie

Bank Pekao pozostaje jednym z naszych głównych faworytów na kolejne 9 miesięcy. Niespodziewany spadek stóp w 2020 roku ujawnił, że wynik odsetkowy Banku Pekao stał się jednym z najbardziej wrażliwych w kraju na obniżki. Co było potencjalnym zagrożeniem w zeszłym roku jest niewątpliwym atutem obecnie. W 2021 roku Bank Pekao dodatkowo pozytywnie zaskakuje wynikiem pozaodsetkowym oraz saldem rezerw. Zwracamy także uwagę, że wolumeny kredytowe, które dynamicznie odbijają, w dużej mierze dzięki sprzedaż hipotek, która osiągnęła wręcz historycznie wysoki poziom. Wszystko to powoduje, że nasze prognozy na lata 2021/22/23 są podnoszone o odpowiednio +7%/+20%/+28%. Istotna jest dla nas również niska ekspozycja na kredyty frankowe, która obecnie wynosi 2,6 mld PLN oraz kapitał nadwyżkowy w wysokości bliskiej 10 mld PLN. Jeszcze w tym roku Pekao wypłaci dywidendę w wysokości PLN 3,21 na akcję (10 września dzień dywidendy). W naszych prognozach zakładamy dalsze wypłaty, ale nie należy zapominać, że Pekao posiada także zysk niepodzielony w wysokości 1,7 mld PLN. Obecnie Bank Pekao jest wyceniony na poziomie 2022P P/BV 1,0x, co nadal jest poniżej średniej z lat 2010-15 (1,93x) czy 2015-21 (1,2x). Reasumując, silny wzrost linii przychodowych, wysoka jakość aktywów, niskie ryzyko operacyjne, duża nadwyżka kapitałowa oraz dyskonto do historycznej wyceny są naszym zdaniem mocnym argumentem dla dalszego przeważania walerów Pekao. Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj.

Dywidendy czy akwizycje? Dywidendy!

Od 2002 roku Pekao tylko dwukrotnie nie wypłacił dywidendy, w 2009 i 2020 roku. Bank zapowiedział już wypłatę na jesieni 3,21 PLN na akcję z wyniku za 2020 rok. W kolejnych latach oczekujemy poziomu wypłaty na poziomie 75%, co przełoży się na DPS 4,40 PLN i 7,20 PLN. Bank Pekao posiada także 1,7 mld PLN zysku niepodzielnego, co przekłada się na DPS 6,4 PLN. Uważamy, że strumień dywidend zakłócić może najwyżej ewentualna akwizycja na którą Pekao wykazywało apetyt w bliskiej przeszłości. Obecnie bank posiada 10 mld PLN kapitału nadwyżkowego, który waży na rentowności banku, a przez rynek nie jest adekwatnie wyceniony. Uważamy, że bank z wypłatą kapitału poczeka do zakończenia sagi frankowej, która w negatywnym scenariuszu może zmusić część graczy do wyjścia z Polski. Jednocześnie uważamy, że moment na akwizycję Alior Banku powoli ucieka wraz ze znaczącym wzrostem wyceny banku. Akwizycja Aliora po wartości księgowej lub powyżej z pewnością nie zostałaby pozytywnie odebrana przez rynek. Uważamy jednak, że w naszym scenariuszu zakładającym ugody i wzrost stóp szansa na okazyjne przejścia spadnie, a przez to wzrośnie szansa na ekstra dywidendy.

Wycena z dyskontem

Historycznie w latach 2010-15 i 2015-21 Bank Pekao był wyceniany na wskaźniku NTM P/E 15,1x i 13,0x, a na P/BV na 1,9x i 1,2x. Obecnie Pekao jest notowany ze znacznym dyskontem nawet do dolnej wartości przedziału historycznej wyceny. Uważamy, że dyskonto będzie się domykać. ROE banku w 2022 roku powróci do poziomu notowanego w latach 2015-2018 (c.10%) tak jak i DY. Z drugiej strony osiągnięcie górnego pułapu historycznej wyceny utrudnione będzie naszym zdaniem przez ryzyko polityczne.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	5 468,0	5 202,0	5 382,7	6 195,7	6 989,1
wynik pozaodsetkowy	2 836,1	2 670,0	2 943,3	3 028,2	3 133,7
koszty ogółem	3 991,8	3 848,8	4 266,0	4 323,6	4 457,7
zysk operacyjny	4 312,4	4 023,2	4 060,1	4 900,3	5 665,1
zysk netto	2 165,0	1 101,7	1 539,0	2 519,1	3 051,6
C/I (%)	48,6	49,5	52,0	47,6	44,8
ROE (%)	9,4	4,5	5,9	9,2	10,4
P/E (x)	13,0	25,5	18,3	11,2	9,2
P/BV (x)	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
DPS (PLN)	6,60	0,00	3,21	4,40	7,20
stopa dywidendy (%)	6,2	0,0	3,0	4,1	6,7

cena bieżąca	107,20
cena docelowa	130,00 PLN
kapitalizacja	28,13 mld PLN
free float	18,90 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	108,5 mln PLN

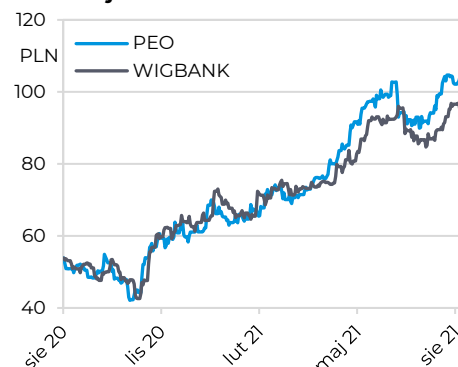
Struktura akcjonariatu

PZU	20,00%
PFR	12,80%
Aviva OFE	5,06%
NN OFE	5,03%
Pozostali	57,11%

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	130,00	102,00	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Pekao	107,20	130,00	+21,3%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+1,7%	+9,2%	+15,9%
zysk brutto		+2,9%	+15,3%	+22,1%
zysk netto		+6,5%	+19,5%	+27,7%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

Santander Bank Polska: kupuj (podtrzymana)

SPL PW; SPL1.WA | banki, Polska

Ugody, stopy i inne

Pozostawiamy naszą rekomendację kupuj bez zmian, ale podwyższamy naszą cenę docelową do 345,80 PLN na akcję. Do prognoz włączyliśmy wzrost stopy bazowej o 140 p.b. oraz bardziej optymistyczne spojrzenie na jakość aktywów. Santander znajduje się wśród najbardziej wrażliwych banków, co obrazuje nasza zmiana prognoz wyniku odsetkowego w latach 2022/23 o odpowiednio +0,5 mld PLN i +1,1 mld PLN. Cały czas liczymy na to, że Santander przyłączy się do dobrowolnego programu ugód CHF, co ma niebywałe znaczenie dla przyszłej dochodowości banku. ROE banku w 2Q'21 pod wpływem odpisów frankowych wynosiło 3,3%, zaś skorygowane aż 11%. Z wypowiedzi Zarządu odczytujemy, że bank przygotowuje systemy informatyczne dzięki czemu będzie przygotowany do masowego zawierania ugód, co oczywiście oceniamy pozytywnie. Bank obecnie posiada około 13 mld PLN kapitału nadwyżkowego z czego 2 mld PLN pozostaje niepodzielone i gotowe do wypłaty w formie ekstra dywidendy. Zgodę na wypłatę ekstra dywidendy wyrazić musi KNF i uważamy, że możliwość taka będzie dopuszczana, ale dla banków aktywnie zajmujących się problemem kredytów frankowych. Na wskaźniku P/E wyceniamy bank zgodnie ze średnimi z ostatniej dekady, zaś na wskaźniku P/BV z 24% dyskontem, ale warto zauważyć, że prognozowane przez nas ROE na poziomie 9%-11% było ostatnio notowane w latach 2016/17 przy znacząco niższym kapitale nadwyżkowym. Uważamy, że mix: dużej wrażliwości na podwyżki stóp, potencjalnych dywidend oraz kapitału nadwyżkowego, który daje poczucie komfortu na rozwiązania frankowe jest świetnym argumentem za przeważaniem akcji Santander.

Zmiana prognoz imponuje

Podnosimy nasze prognozy na lata 2022 i 2023 o odpowiednio 15% i 33%. Oczywiście za tak znaczący wzrost prognoz odpowiedzialny jest głównie wynik odsetkowy, którego zmianę wyznaczamy na odpowiednio +8% i +17%. Dodatkowo lekko obniżamy naszą prognozę na koszt ryzyka, który teraz znajduje się w przedziale 87 p.b. - 78 p.b. w latach 2021-23. Wyższy koszt ryzyka niż średnia, po części wynika z dość dochodowego ale i ryzykownego biznesu Santander Consumer Bank. W 2021 cały czas oczekujemy straty netto ze względu na jednorazowe zaksięgowanie rezerw CHF na ugody za to w latach 2022 i 2023 jesteśmy powyżej konsensusu o 31% i 38%.

Czy Santander może zostać sprzedany?

Od paru lat międzynarodowe grupy finansowe wycofują się z Polski, a spekulacje na ten temat również dotknęły Santander. W 2020 spółka matka spisała 1,192 mln EUR goodwillu związanego z Polską co czyści przedpole dla ewentualnej transakcji sprzedaży banku. Niemniej jednak obecnie, perspektywy banku wyglądają znacznie lepiej niż jeszcze w 2019 roku. Bank powoli odzyskuje swoją dawną rentowność, a odpowiednie rozwiązania zaproponowane przez regulatora pomogą również rozwiązać problem kredytów frankowych. Problemem w sprzedaży biznesu jest wielkość banku szczególnie, że zagraniczne grupy bankowe nieprzerwanie od paru lat wycofują się z Polski. Uważamy, że wraz z odbiciem wyników plotki na temat wyjścia Santander z Polski będą zanikać chociaż należy pamiętać, że środkowa Europa dla Santander nie jest rynkiem kluczowym.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	6 580,2	5 888,1	5 594,4	6 628,9	7 639,7
wynik pozaodsetkowy	2 904,3	2 759,2	3 124,6	3 058,2	3 198,2
koszty ogółem	4 339,7	4 209,7	3 857,6	4 094,2	4 289,5
zysk operacyjny	5 144,8	4 437,6	4 861,3	5 592,9	6 548,4
zysk netto	2 138,3	1 037,2	-633,1	2 521,2	3 162,1
C/I (%)	45,8	48,7	44,2	42,3	39,6
ROE (%)	8,5	4,0	-	9,2	10,9
P/E (x)	14,4	29,7	-	12,2	9,8
P/BV (x)	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0
DPS (PLN)	19,72	0,00	3,05	0,00	24,70
stopa dywidendy (%)	6,5	0,0	1,0	0,0	8,2

cena bieżąca	302,00 PLN
cena docelowa	345,80 PLN
kapitalizacja	30,83 mld PLN
free float	9,77 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	27,3 mln PLN

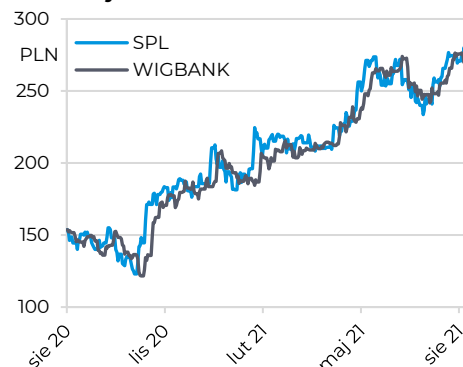
Struktura akcjonariatu

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

Profil spółki

Portfel kredytowy Santander ma charakter uniwersalny z lekkim przeważaniem 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	345,80	283,70	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Santander	302,00	345,80	+14,5%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		-0,4%	+4,5%	+10,7%
zysk brutto		+4,9%	+11,3%	+24,5%
zysk netto		-3,0%	+14,6%	+32,5%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

ING BSK: akumuluj (podtrzymana)

ING PW; INGP.WA | banki, Polska

Odporny na pandemię

Nasze prognozy na lata 2021/22/23 zostały podwyższone o odpowiednio 12/18/23%. W 2021 za wzrost oczekiwań odpowiada głównie wynik prowizyjny oraz niższe saldo rezerw, zaś w latach 2022-23 głównym motorem napędowym będzie wynik odsetkowy, co jest oczywiście pochodną podwyżki stóp procentowych o 140 p.b. Z jednej strony ING jest jednym z najmniej wrażliwych banków na zmiany stopy procentowej przez co cykl podwyżek powinien relatywnie słabiej oddziaływać na NII, zwracamy jednak uwagę na imponujący wzrost bilansu banku, który w 2020 roku zahamował spadek NII, a w przypadku podwyżki kosztu pieniądza będzie generował dodatkowy wynik – oczekiwany przez nas CAGR wzrostu sumy bilansowej w latach 2019-2023 to 9%. Zwracamy również uwagę na bardzo niski CoR, który w pierwszym półroczu 2021 roku wyniósł zaledwie 22 p.b. W całym roku prognozujemy CoR na poziomie 34 p.b. Jeżeli chodzi o kwestie kredytów CHF, to spodziewamy się, że bank zacznie oferować klientom ugody (na konferencji wynikowej zarząd przyznał, że ugody to scenariusz podstawowy) i w związku z tym zaksięguje jeszcze około 100 mln PLN rezerw na ten cel, co nie powinno mieć dużego wpływu ani na rentowności ani na sentyment – innymi słowy uznajemy, że problem kredytów CHF w ING jest w pełni zarządzalny i dużej mierze rozwiązany. Miłym zaskoczeniem może być dywidenda z 2020 roku, którą zapowiedział zarząd. Prognozujemy wypłatę PLN 5,14 na akcję, co odpowiada stopie wypłaty na poziomie 50%, ostateczny termin podjęcia formalnej decyzji w tej sprawie nie został jeszcze upubliczniony. W związku z powyższymi oraz faktem, że prognozujemy ROE powyżej 10% w okresie prognozy wyceniamy ING na 1,6x P/BV na koniec 2021, co przekłada się na cenę docelową na poziomie 250,00 PLN i rekomendację akumuluj.

Świetne wolumeny napędzają NII

Prawie półtora roku po rozpoczęciu pandemii ING jest jednym z niewielu banków, który może się pochwalić odrobieniem utraconych wolumenów w bankowości korporacyjnej. Oprócz tego od początku pandemii wolumeny detaliczne wzrosły o prawie 21%. Konsekwentne zdobywanie udziałów w rynku jest przewagą ING, która uchroniła bank przed znacznym spadkiem NII z powodu cięcia stóp procentowych, ale również pozwoliła na dynamiczny wzrost przychodów w momencie gdy stopy zaczęły rosnąć. W efekcie podwyższamy nasze prognozy wyniku odsetkowego o 6% i 9% w 2022 i 2023 roku.

Wynik prowizyjny również imponuje

Dobre wolumeny, podwyżki cenników oraz rynkowa zmienność przyniosły rekordowe wyniki jeżeli chodzi o opłaty i prowizje. Naszym zdaniem nawet po wzroście stóp procentowych, banki nie wrócą do starych cenników, więc uzyskany efekt będzie stały. Porównując 2Q'21 z kwartalnymi przychodami prowizyjnymi przed COVID-19, widzimy że wynik ten prawie o 1/3 wyższy, a rosnące wolumeny i odbicie w transakcyjności po czasowych lockdownach tylko jeszcze poprawią te linie. W efekcie podwyższamy nasze prognozy wyniku prowizyjnego o 14/12/10% w latach 2021/22/23.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 325,1	4 541,8	4 699,6	5 276,6	5 785,9
wynik pozaodsetkowy	1 464,7	1 672,8	1 897,3	1 946,4	1 997,7
koszty ogółem	2 497,4	2 762,5	2 905,1	3 125,0	3 310,5
zysk operacyjny	3 292,4	3 452,1	3 691,8	4 098,0	4 473,1
zysk netto	1 658,7	1 337,6	1 919,6	2 193,0	2 373,9
C/I (%)	43,1	44,5	44,0	43,3	42,5
ROE (%)	11,6	7,9	10,0	10,9	11,1
P/E (x)	18,2	22,5	15,7	13,7	12,7
P/BV (x)	2,0	1,6	1,5	1,5	1,4
DPS (PLN)	3,50	0,00	5,14	9,60	10,65
stopa dywidendy (%)	1,5	0,0	2,2	4,1	4,6

cena bieżąca	231,50 PLN
cena docelowa	250,00 PLN
kapitalizacja	30,1 mld PLN
free float	7,53 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,1 mln PLN

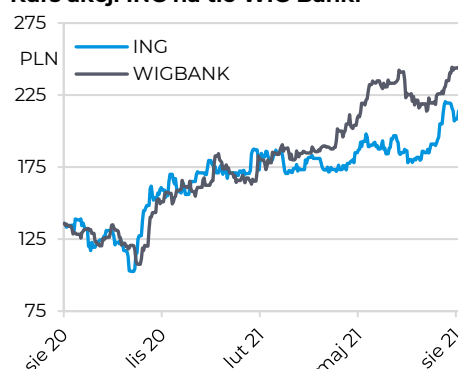
Struktura akcjonariatu

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	250,00	190,00	akumuluj	akumuluj	
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany		
ING BSK	231,50	250,00	+8,0%		
zmiana prognoz od ostatniego raportu			2021P	2022P	2023P
WNDB			+2,3%	+6,8%	+8,4%
zysk brutto			+10,5%	+14,3%	+17,0%
zysk netto			+11,7%	+18,0%	+22,6%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

BNP Paribas Bank Polska: kupuj (podtrzymana)

BNPPPL.PW; BNP1.WA | banki, Polska

Zbyt duże dyskonto

BNP Paribas Bank Polska niezmiennie pozostaje pośród naszych top-picks oraz charakteryzuje się wysokim potencjałem wzrostu. Na wskaźniku 2022/23 P/E BNP jest obecnie notowane z około 24% dyskontem do grupy porównawczej przy czym prognozowana rentowność banku czy pozycja kapitałowa nie odbiega znacząco od stawki. Podczas obniżki stóp procentowych w 2020 r. BNP udowodnił, że zalicza się do mniej wrażliwych banków i oczekujemy, że podobna wrażliwość pojawi się podczas podwyżek. W 2023 r. prognozujemy, że BNP Paribas osiągnie ROE na poziomie 11% i uważamy, że nie jest to nazbyt ambitna prognoza ponieważ korygując wyniki za ostatnie 5 kwartałów o odpisy frankowe bank już osiągał średni zwrot na poziomie około 9%. W raporcie znowu podwyższamy nasze oczekiwania na wyniki 2022 i 2023 r. o +3% i +15% głównie ze względu na wzrost wyniku odsetkowego i niższe saldo rezerw. Warto zaznaczyć, że nasze prognozy nadal są powyżej konsensusu na lata 2022/23 o odpowiednio 17% i 24% chociaż w naszym kwietniowym raporcie różnica ta wynosiła aż 41%-43%. Oznacza to, że rynek cały czas ostrożnie podchodzi do wyników banku chociaż ten w ostatnich 7 kwartałach pozytywnie zaskakiwał na linii zysku netto i to średnio o +20%. Uważamy, że problemem dla uwolnienia wyceny pozostaje niska płynność akcji.

Niska płynność głównym problemem

Obecnie free float BNP Paribas Bank Polska wynosi 12,56%, ale po wyłączeniu OFE akcje w wolnym obrocie spadają do szacowanych przez nas 10%. Jest to 3 najniższa wartość po ING i Banku Handlowym. Do końca 2023 roku BNP Paribas zobowiązany jest zwiększyć free float w polskim oddziale do co najmniej 25%. Sam proces rozpoczął się już w 2021 przez sprzedaż udziału 5,07% (1,26% BNP a 3,81% Rabobank). Cena sprzedaży udziałów wyniosła 63 PLN/akcję a dyskonto do spółek porównywalnych oraz dobre perspektywy BNP uważamy, że dyskonto w kolejnych transakcjach powinno być ograniczone. Zwiększenie udziału akcji w wolnym obrocie z pewnością pozwoli uwolnić potencjał wyceny banku.

Wycena z dyskontem

Przez ostatnie 10 lat BNP Paribas BPL notowany był na NTM P/E 12,75x wobec obecnych 11,41x. Na naszych prognozach BNP notowane jest na wskaźniku P/E 8,3x w 2022 oraz 6,9x w 2023 roku. Daje to znaczące dyskonto nie tylko do historycznych wartości ale także do grupy porównawczej (około 21% dyskonto). Uważamy, że dyskonto powinno się zamykać ze względu na: poprawiającą się rentowność oraz pierwsze dywidendy, które prognozujemy od 2022 roku.

Franki nie są problemem

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 (4,4 mld PLN z czego 2,5 mld PLN spłacane w walucie). Jednocześnie szacujemy, że obecny poziom kapitału nadwyżkowego T1 w wysokości 4,0 mld PLN (1,3 mld PLN po wdrożeniu bufora ryzyka systemowego) jest w stanie zaabsorbować jednorazowy odpis kredytów frankowych.

(młn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 168,8	3 060,1	2 991,2	3 292,9	3 679,6
wynik pozaodsetkowy	1 654,8	2 015,7	1 910,4	1 997,3	2 094,2
koszty ogółem	3 195,5	2 876,7	2 715,7	2 779,1	2 851,6
zysk operacyjny	1 628,1	2 199,1	2 185,9	2 511,1	2 922,1
zysk netto	614,7	733,1	644,4	1 255,1	1 523,0
C/I (%)	66,2	56,7	55,4	52,5	49,4
ROE (%)	5,7	6,3	5,2	9,5	10,6
P/E (x)	16,8	14,1	16,0	8,2	6,8
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
DPS	0,00	0,00	0,00	1,31	2,55
stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	1,9	3,6

cena bieżąca	70,00 PLN
cena docelowa	102,48 PLN
kapitalizacja	10,32 mld PLN
free float	1,29 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,2 mln PLN

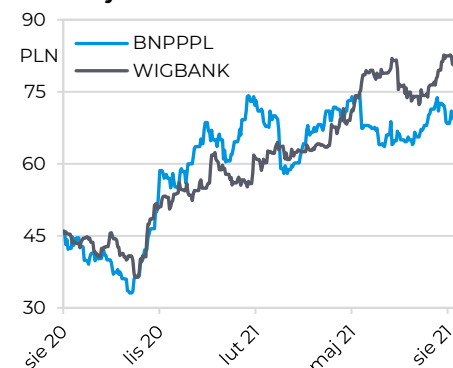
Struktura akcjonariatu

BNP Paribas	87,44%
Pozostali	12,56%

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 BNP na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
BNP Paribas BP	102,48	90,00	kupuj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
BNP Paribas BP	70,00	102,48	+46,4

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	-1,6%	+1,4%
zysk brutto	-1,4%	+3,5%	+12,6%
zysk netto	-0,4%	+3,3%	+14,6%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

Handlowy: kupuj (podniesiona)

BHW PW; BHW.WA | banki, Polska

Dywidenda, dywidenda

Mamy mieszane odczucia w stosunku do Banku Handlowego. Z jednej strony jest to jeden z najbardziej wrażliwych banków na wzrost stóp procentowych, ale z drugiej będzie startował z bardzo niskiego poziomu. W przeciwieństwie do innych banków Handlowy nie skompensował ubytku w marży wyższymi wolumenami, a oprócz tego napotkał trudności w odbudowie portfela papierów wartościowych (po sprzedaży w 1Q'21) z rentownością na satysfakcjonującym poziomie. W efekcie kiedy w innych bankach w 2Q'21 wynik odsetkowy zaczyna odbijać, w Handlowym obserwujemy pogłębienie spadku. Na pewno silną stroną Handlowego jest niskie saldo rezerw, które w jakimś stopniu ratuje wyniki. W ostatnich kwartałach Handlowy mógł się pochwalić rozwiązaniami rezerw w segmencie korporacji, zaś za saldo rezerw odpowiadała część detaliczna. W całym roku spodziewamy się CoR na poziomie 43 p.b., z zaznaczeniem, że niższy poziom tego wskaźnika nie zdziwi nas bardzo. Jednym z wyróżników Handlowego na tle sektora jest na pewno potencjał dywidendowy. We wrześniu należy się spodziewać dywidendy w wysokości 1,20 PLN na akcję, co jest tylko przystawką do tego co może nas czekać w 2022 roku. Bank Handlowy ma jedną z najwyższych nadwyżek kapitałowych (relatywnie) ponad regulacyjne minimum, co oznacza, że w 2022 roku dywidenda może dotyczyć zarówno zysku z 2021 roku, jak i zysku niepodzielonego z lat ubiegłych. Wg naszych prognoz Handlowy w 2022 roku wypłaci 5,36 PLN na akcję, na co złoży się 75% zysku z 2021 roku i 50% zysku niepodzielonego z lat ubiegłych. Oznaczałoby to stopę dywidendy powyżej 10%. Poza dywidendą nie zapominamy o potencjalnej sprzedaży części detalicznej Handlowego, co może się wiązać z dalszymi przepływami dla akcjonariuszy. Biorąc pod uwagę relatywnie słabszy potencjał wzrostu wycenimy Handlowego na 0,9x P/BV z ceną docelową na poziomie 55,00 PLN, podnosząc rekomendację do kupuj.

Problem z wynikiem odsetkowym

Większość banków była w stanie częściowo skompensować spadek marży odsetkowej za pomocą rosnących wolumenów kredytów detalicznych oraz transformacją depozytów w portfel papierów wartościowych. W przypadku Handlowego udało się tylko to drugie, zaś portfel kredytów skurczył się w porównaniu z końcem 2019 roku. Ma to niebagatelny wpływ na wynik odsetkowy, który w Handlowym wypada słabo. Co więcej, sprzedaż części portfela papierów wartościowych w 1Q'21 i problem w odbudowie tego portfela z satysfakcjonującą rentownością (na koniec 1Q'21 środki w banku centralnym stanowiły 25% sumy bilansowej) dodatkowo pogłębił spadek marży i NII. W efekcie wynik odsetkowy znacznie rośnie z dużo niższych poziomów niż można było się tego spodziewać.

Przepływy do akcjonariuszy

W 2021 roku tylko 1,20 PLN, ale już na 2022 rok przewidujemy dywidendę na poziomie 5,36 PLN, zaś w 2023 roku w wysokości 4,29 PLN na akcję. Dodatkowo cały czas nieznaną jest przyszłość części detalicznej Handlowego. Udana sprzedaż mogłaby oznaczać dodatkowe wolne środki, które można byłoby przeznaczyć na dywidendę.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	1 153,7	1 001,7	719,7	938,4	1 114,1
wynik pozaodsetkowy	1 091,5	1 127,7	1 584,2	1 185,7	1 202,9
koszty ogółem	1 243,6	1 283,5	1 241,4	1 270,8	1 305,4
zysk operacyjny	1 001,6	845,8	1 062,6	853,3	1 011,6
zysk netto	480,1	172,4	614,0	428,1	550,7
C/I (%)	55,4	60,3	53,9	59,8	56,3
ROE (%)	6,8	2,4	7,9	5,4	7,1
P/E (x)	12,5	34,8	9,8	14,0	10,9
P/BV (x)	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8
DPS (PLN)	3,74	0,00	1,20	5,36	4,29
stopa dywidendy (%)	8,1	0,0	2,6	11,7	9,3

cena bieżąca	45,90 PLN
cena docelowa	55,00 PLN
kapitalizacja	5,99 mld PLN
free float	1,49 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,7 mln PLN

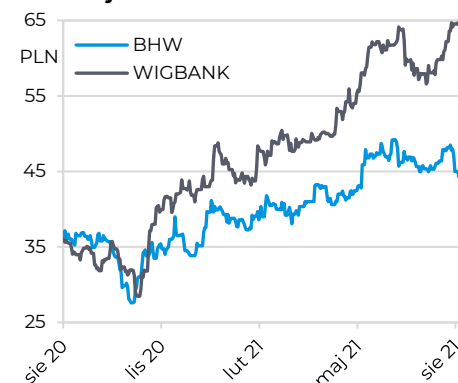
Struktura akcjonariatu

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	55,00	49,50	kupuj	akumuluj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Handlowy	45,90	55,00	+19,8%

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	-5,1%	+2,5%
zysk brutto	-9,2%	+5,2%	+19,4%
zysk netto	-15,7%	-3,6%	+18,2%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

Millennium: akumuluj (podniesiona)

MIL PW; MILP.WA | banki, Polska

Jeżeli odwagi Ci nie brakuje

Na poziomie operacyjnym Millennium wygląda bardzo dobrze. Wolumeny, przychody, dyscyplina kosztowa, w tych kategoriach bank radzi sobie naprawdę dobrze dlatego podwyższyliśmy prognozę wyniku operacyjnego w 2021 roku o 17%. Problemem pozostaje jednak portfel kredytów CHF, który kwartał w kwartał obciąża wyniki banku. Nasz podstawowy scenariusz się nie zmienił, tzn. uważamy, że Millennium przystąpi do programu ugód i zdecyduje się na większy jednorazowy odpis na kredyt CHF pod koniec 2021 roku. Jest to ważne założenie, ponieważ odblokowuje ono potencjał drzemiący zarówno w dobrych wynikach operacyjnych jak i ciężących rentowności kapitałów nadwyżkowych. W efekcie ROE powinno skoczyć wg naszych prognoz do około 13% w 2022 i 2023 roku. Gdyby jednak zostało utrzymane status quo w kwestii kredytów CHF, to spodziewalibyśmy się, że lata 2022 i 2023 również będą stać pod znakiem wysokich rezerw kwartalnych na ryzyko prawne, co znacząco podkopywałoby rentowność banku. Na pewno w każdym ze scenariuszy należałoby zapomnieć o dywidendzie w ciągu najbliższych kilku lat, co w tej kategorii jednoznacznie stawia Millennium w ogonie analizowanych przez nas banków. Na konferencji wynikowej Millennium ogłosiło, że YTD udało się podpisać porozumienie w sprawie około 4 000 kredytów CHF na warunkach lepszych niż propozycja szefa KNF, uważamy jednak, że jest to efekt wielomiesięcznej pracy z wybranymi klientami oraz sytuacji na rynku nieruchomości i trudno będzie o kontynuację ugód w takiej skali. Ze względu na dobre wyniki oraz implementację podwyżek stóp procentowych podnosimy naszą ceną docelową do 7,30 PLN, co oznacza wycenę na poziomie 1,3x na koniec 2021, nasza rekomendacja to akumuluj.

Zmiana prognoz

Dobra sprzedaż wspiera NII, przez co podnosimy naszą prognozę na tej linii o 4% w 2021 roku. Bardzo dobrze wygląda również wynik prowizyjny, przez co podnosimy nasze oczekiwania o 10% w 2021 r. Zwracamy również uwagę na koszty operacyjne, które zbliżyły się do poziomu sprzed fuzji z Euro Bankiem. W 2022 i 2023 roku, zgodnie z naszymi założeniami, odpisy na CHF nie stanowią już problemu, natomiast podniesienie stóp procentowych mocno podbija wynik. W efekcie nasze prognozy zysku netto rosną o 47% w 2022 i 39% w 2023.

Duże ryzyko

Wycena Millennium jest uzależniona od założeń jakie przyjmujemy w stosunku do rozwiązania kwestii kredytów CHF. Dla nas podstawowym scenariuszem są ugody, które będą oznaczać wysokie odpisy na CHF w 2021 roku (3,6 mld PLN), co przełoży się na znaczące uszczuplenie kapitałów i podbicie rentowności w następujących latach, stąd nasza wycena na fair value 1,3 P/BV na koniec 2021 r. Zwracamy jednak uwagę, że negatywny obrót spraw w sadze frankowej może spowodować znacznie niższą wycenę, która uwzględniałaby np. ryzyko podniesienia kapitału, co więcej w żadnym scenariuszu nie przewidujemy dywidendy w Banku Millennium w najbliższych latach. Dlatego na tle pozostałych banków, biorąc pod uwagę prognozowane przez nas rentowności, Millennium dalej jest notowany z dyskontem do konkurencji. Nasza rekomendacja na Millennium ma w dużej mierze charakter wycenowy i bierze pod uwagę relatywnie większe ryzyko.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	2 436,9	2 548,6	2 604,3	2 876,3	3 143,9
wynik pozaodsetkowy	1 115,2	1 235,3	1 212,3	1 190,3	1 189,1
koszty ogółem	1 841,7	2 015,4	1 769,1	1 888,6	1 930,3
zysk operacyjny	1 710,4	1 768,5	2 047,4	2 178,0	2 402,6
zysk netto	560,7	22,8	-2 522,0	920,6	1 053,0
C/I (%)	51,8	53,3	46,4	46,4	44,6
ROE (%)	6,5	0,3	-	13,2	13,4
P/E (x)	14,3	350,9	-	8,7	7,6
P/BV (x)	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

cena bieżąca	6,60 PLN
cena docelowa	7,30 PLN
kapitalizacja	8,00 mld PLN
free float	3,99 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,7 mln PLN

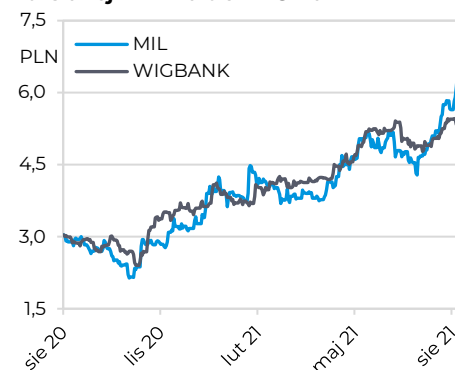
Struktura akcjonariatu

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 co najmniej przez najbliższe 4-5 lat.

Kurs akcji MIL na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Millennium	7,30	4,20	akumuluj	trzymaj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	Millennium	6,60	7,30

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	+5%	+8%
zysk brutto	-	+35%	+31%
zysk netto	-	+47%	+39%

Analitycy

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

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

środa, 1 września 2021 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podniesiona)

ALR.PW; ALR.WA | banki, Polska

Nowa nadzieja

Podwyższamy naszą cenę docelową do 55,00 PLN, a rekomendację do kupuj. Do silnych linii przychodowych w 2020 roku, zgodnie z oczekiwaniami, Alior dołożył niższe koszty ryzyka oraz lepszą dyscyplinę kosztową. Zwracamy jednak uwagę, że chociaż obniżyliśmy prognozowane saldo rezerw na 2021 rok o 10%, to nadal jest to prognoza konserwatywna, zakładająca, że bank może jeszcze odczuć potencjalną 4 falę COVID-19. Zarząd przewiduje, że CoR będzie niższy niż 2,20%, nasza prognoza 1,96%, zaś wynik 1H'21 to 1,61%, co oznacza, że zachowaliśmy dosyć duży margines błędu na drugie półrocze. Oznacza to również, że dostrzegamy szansę na pozytywną niespodziankę jeżeli chodzi o poziom CoR. Głównym motorem napędowym podniesienia rekomendacji jest jednak implementacja wyższych stóp procentowych, dzięki czemu prognoza NII wzrasta o 13%. Alior jest jednym z najbardziej wrażliwych banków na zmiany stóp procentowych ze względu na strukturę bilansu, dodatkowo zdołał obniżyć koszty finansowania bez utraty płynności, dzięki czemu efekt podwyżek stóp może być asymetryczny tzn. repricing pasywów może nastąpić z pewnym opóźnieniem, co może zwiększyć pozytywny wpływ podwyżek stóp procentowych na NII. Zgodnie z naszymi prognozami ROE Aliora wyniesie odpowiednio 5,2/7,7/10,8% w latach 2021/22/23, co naszym zdaniem zasługuje na wycenę 1,0x P/BV na koniec 2021 roku.

Odrobiona lekcja z kosztów ryzyka?

Przez dobre kilka kwartałów Alior kojarzony był z negatywnymi niespodziankami jeżeli chodzi o jakość książki kredytów. Bank wykonuje jednak dużą pracę, żeby zatrzeć złe wrażenie. Oprócz odpisów, przeglądów portfela i modeli ryzyka, Alior odważnie postawił na kredyty hipoteczne, dzięki czemu CoR w portfelu detalicznym się rozładnia. Po stronie kredytów dla SME trzeba zwrócić uwagę, że praktycznie cała sprzedaż dla mikro przedsiębiorstw jest pokryta gwarancjami BGK, zaś w przypadku małych firm jest to 53%. Oprócz tego coraz większy udział w portfelu zdobywa leasing. Chociaż CoR Aliora nadal jest dużo powyżej poziomów rynkowych, to wygląda na to, że jego negatywny wpływ na rentowność powinien się zmniejszać. Nasza prognoza CoR na lata 2021-23 to odpowiednio 1,96/1,92/1,85% z zaznaczeniem, że mamy poczucie konserwatywności naszych prognoz na tej linii.

NII napędzi wyniki

Nie ukrywamy, że nasz pomysł inwestycyjny na Alior Bank w dużej mierze opiera się na podwyżkach stóp procentowych. Duży udział pożyczek i consumer finance oznacza, że wzrost stóp procentowych będzie miał silny pozytywny wpływ na przychody odsetkowe, dodatkowo wskaźnik L/D na poziomie 84% oraz LCR na poziomie 167% sugerują, że Alior nie będzie musiał zbierać depozytów za wszelką cenę, dzięki czemu reakcja strony pasywnej na podwyżki powinna być słabsza niż strony aktywnej. W efekcie podwyższamy naszą prognozę NII o 13% na 2023 rok, co łącząc z obniżeniem przewidywanego salda rezerw o 8,5% przekłada się na wzrost prognozy zysku netto o 95%, co powinno oznaczać rentowność ROE powyżej 10%.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 184,3	2 848,7	2 699,2	3 098,2	3 597,4
wynik pozaodsetkowy	950,1	937,2	967,6	998,0	1 029,5
koszty ogółem	1 975,7	1 905,3	1 625,7	1 723,2	1 786,5
zysk operacyjny	2 158,7	1 880,6	2 041,1	2 373,1	2 840,5
zysk netto	248,3	-311,2	349,5	556,3	877,4
C/I (%)	47,8	50,3	44,3	42,1	38,6
ROE (%)	3,8	-	5,2	7,7	10,8
P/E (x)	22,8	-	16,2	10,2	6,4
P/BV (x)	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

cena bieżąca	43,72 PLN
cena docelowa	55,00 PLN
kapitalizacja	5,65 mld PLN
free float	4,00 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	25,9 mln PLN

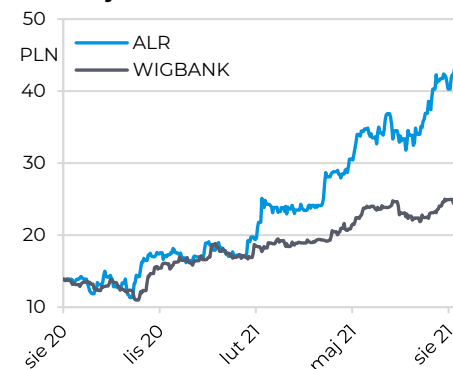
Struktura akcjonariatu

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	55,00	30,00	kupuj	akumuluj

Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	Alior	43,72	55,00

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	-2,0%	+3,5%
zysk brutto	+21,2%	+37,3%	+59,9%
zysk netto	+41,3%	+65,5%	+95,4%

Analitycy

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

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Sygnity. 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, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

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

mBank S.A. 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 1 września 2021 o godzinie 08:17.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 1 września 2021 o godzinie 08:25.

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

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 bądź 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 zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Alior Bank

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	30,00	30,00	18,78	14,98
kurs z dnia rekomendacji	28,80	24,13	17,50	13,39

BNP Paribas Polska

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-12-08	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	90,00	64,45	64,45
kurs z dnia rekomendacji	66,60	55,00	46,40

Handlowy

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	49,50	36,45	37,64
kurs z dnia rekomendacji	43,25	35,60	29,60

ING BSK

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2021-05-07	2021-04-19	2020-11-19	2020-10-02
cena docelowa (PLN)	190,00	190,00	143,10	117,78
kurs z dnia rekomendacji	176,40	181,00	155,20	124,40

Millennium

rekomendacja	trzymaj	trzymaj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	4,20	2,88
kurs z dnia rekomendacji	3,80	2,93

Pekao

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19
cena docelowa (PLN)	102,00	75,93
kurs z dnia rekomendacji	76,24	57,94

PKO BP

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-04-23	2021-04-19	2020-11-19	2020-11-05
cena docelowa (PLN)	40,66	40,00	32,40	22,58
kurs z dnia rekomendacji	32,91	33,15	27,23	20,44

Santander Bank Polska

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-04-19	2020-11-19	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	283,70	238,14	179,37
kurs z dnia rekomendacji	211,80	175,20	152,50



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

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

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

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

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

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl