

wtorek, 27 września 2022 | aktualizacja raportu

Banki

Banki, Polska

Zielona transformacja i wysokie stopy na dłużej

Uważamy, że wycena sektora bankowego nadal posiada znaczący potencjał pomimo negatywnych czynników z jakimi zmierzyć się będzie musiał w nadchodzących kwartałach. W naszych nowych prognozach aktualizujemy 1) prognozy makroekonomiczne, 2) wolumeny kredytowe, 3) koszt ryzyka, 4) wprowadzamy nowy model na koszty odsetkowe, 5) oczekiwania odnośnie MREL, 6) oczekiwania odnośnie rezerw na franki, 7) oczekiwania odnośnie obciążeń systemowych. Sumarycznie nasze prognozy zostały obniżone o 16% na 2023 rok ale podwyższone o 12% na 2024 rok. W 2024 roku już w poprzednim raporcie oczekiwaliśmy stosunkowo wysokiego kosztu ryzyka ale jednocześnie zakładaliśmy spadek stóp do poziomu 3,5% wobec obecnej prognozy stóp na poziomie 6,0%. Dodatkowo zakładamy, że piętrząca się presja na sprzedaży kredytów hipotecznych zostanie zrównoważona przez wzrost wolumenów korporacyjnych głównie ze względu na zieloną transformację, która naszym zdaniem będzie napędzać sektor bankowy przez kolejne długie lata. W przeciągu ostatnich 12 miesięcy WIG Banki spadł o -37% wobec -18% indeksu MSCI EM EMEA Financials i -21% MSCI World Banks, co czyni go jednym z najgorszych na świecie. Tak znaczący spadek wyceny sektora odzwierciedlał obawy inwestorów o wpływ wojny na Polskę, recesji gospodarczej na wyniki czy kształt finalnych dodatkowych obciążeń. Warto jednak zauważyć, że w między czasie front wojny znacząco odsunął się od granic polski, indeks bankowy wycenia już znacznie bardziej negatywny scenariusz recesyjny niż scenariusz makro z 2020 roku powiększony nawet o całkowite odcięcie gazu w Europie, a finalne obciążenia z tytułu wakacji kredytowych okazały się mniejsze od scenariuszy rynkowych. Zagrożeniem pozostaje nadal polityka i nadciągające wybory parlamentarne sprzyjające populistycznym obietnicom ale tutaj zwracamy uwagę, że zbyt mocno dociśnięty sektor nie poradzi sobie z finansowaniem gospodarki przy jej odbiciu oraz przy zielonej transformacji (szacowany Capex przypadający na banki to ponad 211 mld PLN), która nie jest opcjonalna ale wręcz niezbędna w obliczu obecnego kryzysu energetycznego. Istotnym katalizatorem będzie też wyrok TSUE 12 października w sprawie odszkodowania za używanie kapitału, które może zmienić stan rezerw w sektorze. Negatywny wyrok powinien zmusić banki do tworzenia dalszych rezerw z obecnie prognozowanego przez nas poziomu 44% do około 60% (obecne obrezerowanie NPL hipotecznych w koszyku 3 na rynku) zaś pozytywny lub jego brak do przyspieszenia procesu ugodowego i mniejszych kosztów dla sektora. Podsumowując przeważamy sektor ze względu na bardzo atrakcyjną wycenę, dobrą perspektywę wyników oraz bardzo obiecujące perspektywy wzrostu rynku.

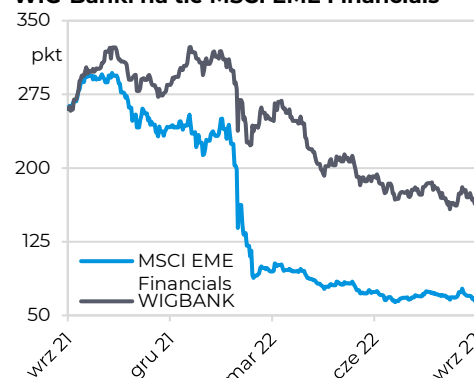
Wycena sektora

Uaktualniamy nasz koszt kapitału dla polskiego sektora bankowego. Obecnie, z jednej strony implikujemy większą premię za ryzyko na przestrzeni całej naszej wyceny (z 5% na 6%) a z drugiej obniżamy RFR zgodnie z krzywą terminową. Obecnie nasz koszt kapitału na lata 2022/23/24 to 12,5%/12,3%/12,6% a po prognozie szczegółowej 10,5%. Szacujemy, że ROE sektora w latach 2023/24 mieścić się będzie w przedziale 15%-13%, zaś wycena fair P/BV na poziomie 1,1x-1,0x, która naszym zdaniem nie jest wymagająca. W efekcie widzimy potencjał wzrostu dla sektora na poziomie 22% co implikuje jego przeważenie. Naszym top pickiem z dużych banków pozostaje Santander Bank Polska a z mniejszych Bank Handlowy .

Spółka	P/E			P/BV			ROE%		
	22P	23P	24P	22P	23P	24P	22P	23P	24P
PKO	14,3	5,9	6,0	0,8	0,7	0,7	5,5	13,2	11,7
PEO	8,8	5,4	6,1	0,7	0,7	0,7	8,3	13,6	11,7
SPL	7,3	5,7	5,3	0,8	0,8	0,7	11,4	13,8	13,4
ING	10,7	6,6	7,8	1,7	1,4	1,1	14,2	23,4	15,4
BNP	14,0	5,9	5,3	0,7	0,6	0,5	4,6	10,7	10,6
MIL	-3,4	2,6	2,5	1,0	0,7	0,5	-22,7	30,4	24,5
BHW	4,4	4,8	5,0	1,0	1,0	0,9	22,1	19,8	19,1
ALR	7,9	3,9	3,5	0,6	0,5	0,4	7,1	13,7	12,3

WIG-Banki	4 752,77
MSCI EME Financials	63,53
2022P P/E	9,8x
2022P P/BV	1,0x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	30,06	33,92	kupuj	kupuj
PEO	85,05	99,40	kupuj	kupuj
SPL	300,00	337,84	kupuj	kupuj
ING	165,00	182,39	kupuj	kupuj
BNP	65,00	89,24	kupuj	kupuj
MIL	4,60	5,30	kupuj	kupuj
BHW	73,00	65,70	kupuj	kupuj
ALR	33,00	37,98	kupuj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
PKO	22,45	30,06	+33,92%
PEO	64,00	85,05	+32,89%
SPL	206,20	300,00	+45,49%
ING	139,80	165,00	+18,03%
BNP	48,00	65,00	+35,42%
MIL	3,52	4,60	+30,68%
BHW	56,80	73,00	+28,52%
ALR	24,69	33,00	+33,66%

Analizy:

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl

Mikołaj Lemańczyk
+48 501 663 511
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, Compremum, 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_l_rynek/analizy_l_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 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, Compremum, 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, 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 z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich dla spółek: 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 od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi: dla spółek: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, ING BSK, PKO BP, Santander Bank Polska.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 września 2022 o godzinie 08:04. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 września 2022 o godzinie 08:35.

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: <https://mdm.pl/bm/analizy>

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 spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Alior Bank (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-01-13
cena docelowa (PLN)	33,00	37,98	75,00
kurs z dnia rekomendacji	24,69	24,49	61,90

BNP Paribas Polska (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-03-03	2022-01-13
cena docelowa (PLN)	65,00	89,24	105,00	105,00
kurs z dnia rekomendacji	48,00	55,00	75,20	97,00

Handlowy (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-01-13
cena docelowa (PLN)	73,00	65,70	75,00
kurs z dnia rekomendacji	56,80	50,50	63,50

ING BSK (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj
data wydania	2022-09-27	2022-09-02	2022-07-06	2022-03-03	2022-01-13
cena docelowa (PLN)	165,00	182,39	182,39	305,00	305,00
kurs z dnia rekomendacji	139,80	137,40	168,00	239,00	280,00

Millennium (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-03-03	2022-01-13	2021-10-07
cena docelowa (PLN)	4,60	5,30	8,40	8,40	7,30
kurs z dnia rekomendacji	3,52	3,66	6,15	9,03	8,05

Pekao (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-01-13
cena docelowa (PLN)	85,05	99,40	155,55
kurs z dnia rekomendacji	64,00	76,96	135,95

PKO BP (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-01-13
cena docelowa (PLN)	30,06	33,92	59,19
kurs z dnia rekomendacji	22,45	26,17	49,53

Santander Bank Polska (Michał Konarski, Mikołaj Lemańczyk)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2022-09-27	2022-07-06	2022-03-03	2022-01-13	2021-10-07
cena docelowa (PLN)	300,00	337,84	399,35	399,35	345,80
kurs z dnia rekomendacji	206,20	220,20	306,10	385,00	337,80

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Mateusz Krupa, CFA
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

dr Paweł Więprzowski
+48 789 443 768
pawel.wieprzowski@mbank.pl
przemysł, górnictwo

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853
piotr.gawron@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702
piotr.brozyna@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 601 053 470
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 509 602 984
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003
andrzej.sychowski@mbank.pl

Paweł Cylkowski
+48 503 684 130
pawel.cylkowski@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl