



Dom Maklerski BDM S.A.

## **BANKI**

### **OPRACOWANIE ZBIORCZE**

PKO BP – TRZYMAJ (23 PLN)  
SANTANDER BANK POLSKA – REDUKUJ (145 PLN)  
MBANK – SPRZEDAJ (179 PLN)  
MILLENNIUM – REDUKUJ (2,8 PLN)

**Michał Fidelus**

michal.fidelus@bdm.com.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

21 KWIETNIA 2020, 08:00 CEST

*WSZYSTKIE CENY RYNKOWE W RAPORCIE POCHODZĄ Z DNIA 20.04.2020 (KURSY ZAMKNIĘCIA)*

**SPIS TREŚCI**

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE .....	3
BANKI W OBLICZU SILNEGO SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO .....	4
PKO BP NAJBARDZIEJ ODPORNY NA WZROST KOSZTÓW RYZYKA? .....	8
RYZYKO CHF – MBANK I MILLENNIUM NAJBARDZIEJ NARAŻONE NA WZROST REZERW.....	10
PROGNOZY BDM VS. KONSENSUS.....	14
PKO BP.....	15
WYBRANE DANE FINANSOWE.....	16
PODSUMOWANIE WYCENY .....	18
DANE FINANSOWE I OPERACYJNE NA WYKRESACH.....	19
SANTANDER BANK POLSKA .....	20
WYBRANE DANE FINANSOWE.....	21
PODSUMOWANIE WYCENY .....	23
DANE FINANSOWE I OPERACYJNE NA WYKRESACH.....	24
MBANK .....	25
WYBRANE DANE FINANSOWE .....	26
PODSUMOWANIE WYCENY .....	28
DANE FINANSOWE I OPERACYJNE NA WYKRESACH.....	29
MILLENNIUM.....	30
WYBRANE DANE FINANSOWE .....	31
PODSUMOWANIE WYCENY .....	33
DANE FINANSOWE I OPERACYJNE NA WYKRESACH.....	34

## PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE

### Podsumowanie rekomendacji

	Cena rynkowa (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	Aktualna rekomendacja	Cena docelowa (PLN)	Potencjał wzrostu/spadku
PKO BP	22,1	27 700	Trzymaj	23,0	4%
Santander	158,7	16 200	Redukuj	145,0	-9%
mBank	223,0	9 220	Sprzedaj	179,0	-20%
Millennium	3,0	3 650	Redukuj	2,80	-7%

Źródło: BDM S.A.

### Podsumowanie inwestycyjne

#### PKO BP

**Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na PKO BP od zalecenia Trzymaj, z ceną docelową 23,0/akcję.** Od początku roku kurs akcji banku spadł -36% wobec -41% spadku indeksu WIG-Banki. Lepsze zachowanie PKO BP odzwierciedla w naszym przekonaniu nie tylko wysoką efektywność operacyjną, ale także wyróżniające się na tle sektora wyniki finansowe w ostatnich latach. O ile obniżki stóp procentowych istotnie obniżą zyski banku, w naszym przekonaniu PKO BP dzięki wysokiej efektywności i konserwatywnemu podejściu do zarządzania ryzykiem jest w stanie w relatywnie dobrym stanie przetrwać nadchodzący kryzys gospodarczy.

#### Santander

**Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na Santander Bank Polska od zalecenia Redukuj z ceną docelową PLN 145/akcję.** Santander przez ostatnie lata wyróżniał się na tle sektora wysoką rentownością. Dodatkowo od 2020 r. bank miał w znacznie większym stopniu korzystać z fuzji z Core DBPL, ponieważ większość kosztów integracji została już poniesiona, a w latach 2020-2021 miały pojawić się znaczące synergije. Korzyści fuzji schodzą jednak obecnie na dalszy plan - w 2020 r. oczekujemy istotnego spadku zysku netto nie tylko ze względu na rosnące rezerwy, ale także spadek NII potęgowany zmianą metody księgowania rezerw na „małe” TSUE. Zwracamy również uwagę na relatywnie niskie możliwości absorpcji rosnących kosztów ryzyka.

#### mBank

**Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla mBanku od zalecenia Sprzedaj z ceną docelową PLN 179/akcję.** Od początku roku kurs akcji banku spadł 44% wobec 41% spadku indeksu WIG-Banki. O ile w naszym przekonaniu mBank pozytywnie wyróżnia się na tle sektora m.in. pod względem innowacyjności, nie jest w stanie trwale generować ROE powyżej kosztu kapitału. Ze względu na niską rentowność nadchodzący kryzys może spowodować istotny spadek wyników, a możliwości absorpcji wzrostu rezerw są ograniczone. Czynnikiem ryzyka pozostaje wysoka ekspozycja banku na walutowe kredyty hipoteczne. Pomimo, że Commerzbank podtrzymuje chęć sprzedania mBanku, uważamy, że ze względu na obecne uwarunkowania transakcja zostanie odłożona w czasie.

#### Millennium

**Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Millennium od zalecenia Redukuj z ceną docelową PLN 2,80/akcję.** Po rozpoczęciu konsolidacji Eurobanku i poniesionych kosztach integracji, 2020 r. miał przynieść istotne synergije oraz znaczący wzrost wyników. Ze względu jednak na m.in. obniżki stóp procentowych oraz wzrost kosztów ryzyka, oczekujemy, że w 2020 r. zysk netto banku spadnie -69% r/r. Zwracamy również uwagę na ryzyko wzrostu rezerw na „duże” TSUE oraz relatywnie niską podatność banku na wyższy – niż zakładany - wzrost kosztów ryzyka. Pomimo silnego spadku kursu akcji (-49% vs. -41% spadek indeksu WIG-Banki) uważamy, że obecna wycena na 0,4x P/BV nie odzwierciedla w pełni czynników ryzyka.

Źródło: BDM S.A.

## Banki w obliczu silnego spowolnienia gospodarczego

Rozprzestrzeniająca się epidemia koronawirusa oraz działania zmierzające do jego eliminacji mają coraz większy wpływ na realną gospodarkę. Wraz z upływem czasu na coraz silniejsze spowolnienie gospodarcze wskazują makroekonomiści, a w połowie kwietnia także Międzynarodowy Fundusz Walutowy przedstawił prognozę, w której zakłada, że PKB Polski spadnie w 2020 r. o 4,6%, po czym wzrośnie w 2021 r. o 4,2%. Jednocześnie stopa bezrobocia wyniesie 9,9% na koniec 2020 r. oraz 8,0% na koniec 2021 r. Poniżej prezentujemy jakie mogą być potencjalne negatywne skutki istotnego spowolnienia gospodarczego dla banków i w jakim stopniu może to przełożyć się na ich wyniki finansowe. Zwracamy jednak uwagę, że wpływ poniżej przedstawionych negatywnych skutków spowolnienia gospodarczego na banki będzie częściowo złagodzony przez działania podejmowane przez rząd, NBP, KNF oraz BFG, (m.in. tarcza antykryzysowa, obniżenie bufora ryzyka systemowego, zmniejszenie stopy rezerwy obowiązkowej, skup obligacji skarbowych, kredyt wekslowy, operacje repo, czy inne).

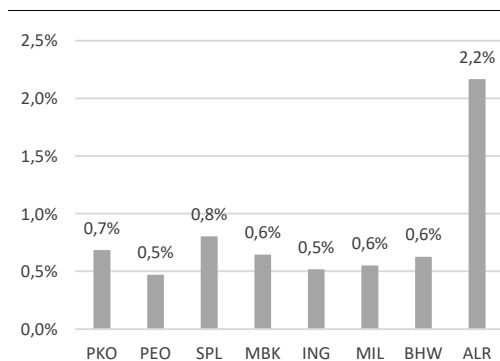
Za kluczowe negatywne skutki silnego spowolnienia gospodarczego w Polsce i na świecie dla sektora bankowego uważamy:

1. Pogorszenie kondycji przedsiębiorstw, rosnąca liczba bankructw
2. Obniżki stóp procentowych
3. Osłabienie PLN w stosunku do CHF
4. Spadek rentowności obligacji
5. Zmniejszenie zapotrzebowania na kredyt
6. Wzrost stopy bezrobocia
7. Pozostałe (tymczasowa reorganizacja biznesu, wyższe koszty, mniejsza aktywność klientów, niższa sprzedaż produktów inwestycyjnych, itd.)

### 1. Pogorszenie kondycji przedsiębiorstw, rosnąca liczba bankructw

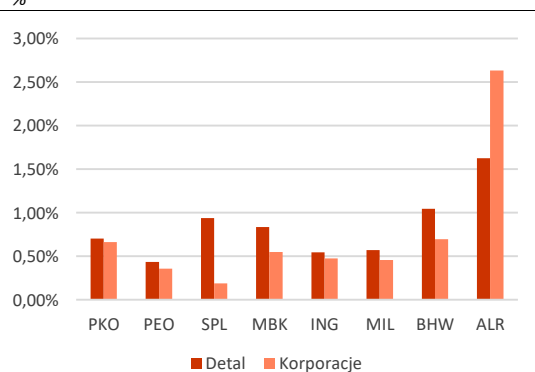
Pogorszenie kondycji przedsiębiorstw wydaje się jednym z najważniejszych negatywnych efektów silnego spowolnienia gospodarczego, ponieważ wpływa na wzrost kosztów ryzyka, szczególnie w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. Najbardziej narażone na wzrost salda rezerw będą te banki, w których koszty ryzyka są najwyższe, a jednocześnie w strukturze odpisów wysoki udział mają koszty ryzyka segmentu korporacyjnego. Wśród analizowanych banków notowanych na GPW najwyższe koszty ryzyka ma Alior Bank (2,2% vs. 0,8 średnio w sektorze), a najniższe Pekao (0,8%). Dodatkowo niemal we wszystkich bankach koszty ryzyka w segmencie detalicznym są wyższe niż w segmencie korporacyjnym. Jedynie w Alior Banku za większość kosztów ryzyka odpowiada segment korporacyjny.

**Koszty ryzyka w bankach\***  
%



\* Uśrednione roczne koszty ryzyka z ostatnich trzech lat,  
Źródło: Szacunki BDM S.A.

**Koszty ryzyka w bankach – segment detaliczny vs. korporacyjny\***  
%



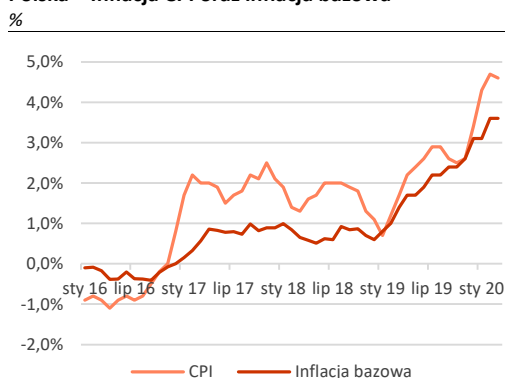
\* Uśrednione kwartalne koszty ryzyka z ostatnich trzech lat,  
Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Według naszych szacunków relatywnie najbardziej wrażliwy na zmiany salda rezerw jest Alior Bank, a najmniej Handlowy i Pekao. Relatywnie wysoki wpływ na Alior Bank jest przede wszystkim efektem prowadzonego modelu biznesowego (wysoka marża odsetkowa oraz koszty ryzyka) oraz relatywnie niskiego oczekiwanego wyniku netto oraz rentowności kapitałów własnych w najbliższym okresie.

## 2. Obniżki stóp procentowych

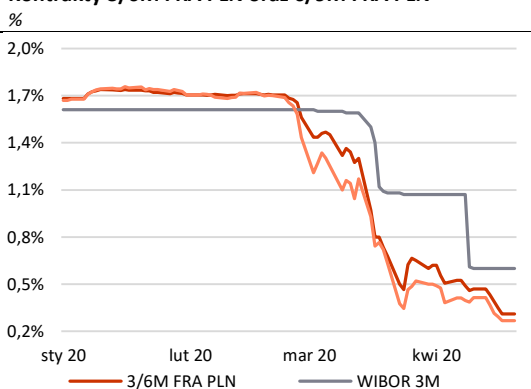
Jeszcze niedawno narastająca presja inflacyjna oraz bardzo wysokie odczyty CPI i inflacji bazowej rodziły pytania o możliwe podwyżki stóp procentowych. W marcu 2020 r. CPI wyniosła 4,6% wobec 4,7% w lutym (najwyższy odczyt od listopada 2011 r.). Jednocześnie inflacja bazowa w marcu wyniosła 3,6% wobec 3,6% w lutym. Pomimo wysokich odczytów inflacyjnych jednak, w obliczu nadchodzącego silnego spowolnienia gospodarczego, 17 marca, na nadzwyczajnym posiedzeniu RPP zdecydowała się obniżyć stopę referencyjną o 50pb do 1,0% i stopę lombardową o 100pb do 1,5%. Była to pierwsza zmiana poziomu stóp procentowych od marca 2015 r. Dodatkowo, na ostatnim posiedzeniu, 9 kwietnia, RPP zdecydowała o kolejnej obniżce o 50bp wszystkich stóp procentowych. **Według naszych szacunków obniżka stóp procentowych relatywnie największy negatywny wpływ będzie miała w Alior Banku i PKO BP, a najmniejszy w ING BSK.**

Polska – Inflacja CPI oraz inflacja bazowa



Źródło: NBP, BDM S.A.

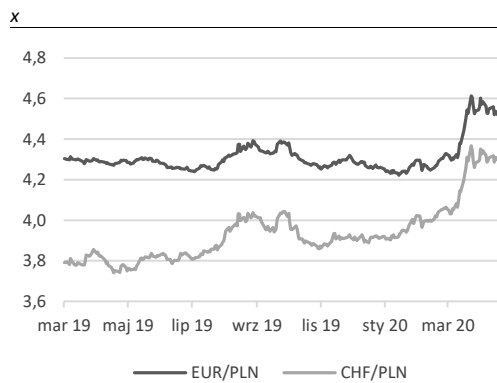
Kontrakty 3/6M FRA PLN oraz 6/9M FRA PLN



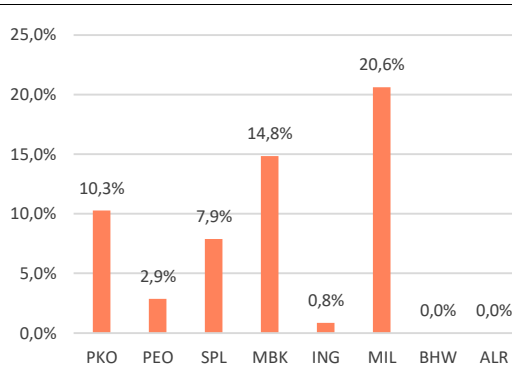
Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

## 3. Osłabienie PLN w stosunku do CHF i EUR

Wraz z osłabieniem krajowej gospodarki oraz ucieczką inwestorów z rynków kapitałowych, ucierpieć może także polska waluta. Widzimy następujące implikacje dla banków w przypadku osłabienia się PLN w stosunku do CHF i EUR: 1) słabsza spłacalność hipotecznych kredytów walutowych skutkująca wzrostem salda rezerw, 2) wzrost liczby pozwów dot. hipotecznych kredytów walutowych, 3) wzrost RWA w bankach z ekspozycją na CHF skutkujący pogorszeniem wskaźników wypłacalności, 4) wzrost kosztów finansowania przy rosnącym portfelu CHF, 5) ograniczenia regulacyjne dot. np. wypłaty dywidend, a także potencjalne działania rządzących ukierunkowane na pomoc kredytobiorcom. O ile powyższe implikacje mogą materialnie przełożyć się na wyniki banków, ich wpływ w dużym stopniu zależy od stopnia osłabienia PLN. Jeżeli osłabienie będzie nieznaczne, wpływ nie powinien być materialny. **Jeżeli natomiast doszłoby do skokowego umocnienia CHF, implikacje dla banków z ekspozycją na walutowe kredyty hipoteczne mogą być istotne.**

**Kurs EUR/PLN oraz CHF/PLN – Marzec 2019 – Kwiecień 2020**


Źródło: NBP, BDM S.A.

**Banki – udział walutowych kredytów hipotecznych w kredytach ogółem, 2019**


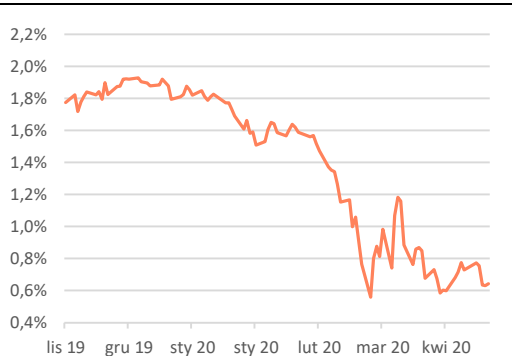
Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

#### 4. Spadek rentowności obligacji

Istotny spadek rentowności papierów dłużnych może oznaczać konieczność ich rolowania po niższym oprocentowaniu, co może negatywnie przełożyć się na wynik odsetkowy banków. Zwykle jest to proces rozłożony w czasie, a sama struktura zapadalności instrumentów dłużnych jest bardzo różna i zależy od długoterminowej polityki danego banku. Zwracamy jednak uwagę, że w niektórych bankach, gdzie inwestycyjne instrumenty finansowe mają relatywnie krótkie terminy zapadalności w odpowiednio dużej skali, ubytek w przychodach odsetkowych może być zauważalny już w krótkim terminie.

**Polska – Rentowność 10Y obligacji**


Źródło: Stooq.pl, BDM S.A.

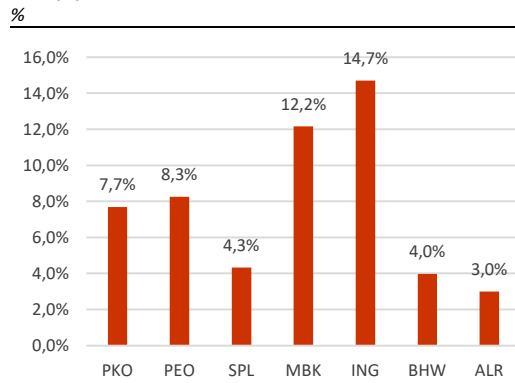
**USA – Rentowność 10Y obligacji**


Źródło: Stooq.pl, BDM S.A.

#### 5. Zmniejszenie zapotrzebowania na kredyt

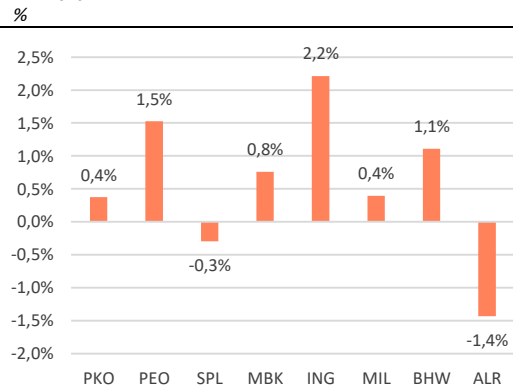
Silne spowolnienie gospodarcze może również znaleźć odzwierciedlenie w mniejszym popycie na kredyt, szczególnie ze strony przedsiębiorstw. Przed okresem pandemii oczekiwaliśmy utrzymania dynamik w segmencie kredytów hipotecznych, nieznacznego osłabienia w segmencie kredytów konsumpcyjnych oraz utrzymania bądź nieznacznego osłabienia dynamik w segmencie kredytów korporacyjnych. W przypadku jednak silnego spowolnienia popyt na kredyt może się istotnie osłabić zarówno w segmencie detalicznym, jak i korporacyjnym. Niższa akcja kredytowa z kolei przełoży się na pogorszenie nie tylko wyniku odsetkowego, ale również prowizyjnego.

Kredyty netto – zmiana r/r w 2019 r.



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

Kredyty netto – zmiana kw/kw w 4Q19



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

## 6. Wzrost stopy bezrobocia

Wzrost stopy bezrobocia wynikający ze spowolnienia gospodarczego jest w naszym przekonaniu jednym z kluczowych elementów wpływających na koszty ryzyka w segmencie detalicznym. Historycznie wskaźnik kredytów nieregularnych w segmencie kredytów detalicznych był mocno skorelowany z poziomem stopy bezrobocia. W naszym przekonaniu jednak implikacje dla banków wynikające ze wzrostu stopy bezrobocia powinny być nieco mniej dotkliwe niż w latach poprzednich przede wszystkim ze względu na trwające transfery socjalne.

## PKO BP najbardziej odporny na wzrost kosztów ryzyka?

Jednym z najbardziej istotnych skutków spowolnienia gospodarczego dla banków jest wzrost kosztów ryzyka kredytowego. Skalę potencjalnych problemów mogą obrazować wyniki za 1Q20 amerykańskich banków, które zanotowały około pięciokrotny wzrost rezerw r/r. W naszych prognozach zakładamy, że koszty ryzyka w analizowanych bankach wzrosną w 2020 r. o 87-122% r/r. Szacujemy jednocześnie, że relatywnie najmniej podatny na wzrost kosztów ryzyka jest PKO BP, który nawet przy ponad 3-krotnym wzroście w 2020 r. wykazałby dodatni wynik netto. Najmniej odporny (biorąc pod uwagę przyjęte założenia dotyczące pozostałych linii P&L) jest z kolei Millennium, w którym około 100-150% r/r wzrost salda rezerw w 2020 r. może spowodować stratę netto.

Jednym z najbardziej istotnych skutków spowolnienia gospodarczego dla banków jest wzrost kosztów ryzyka kredytowego. Skala zmiany jest pochodną wielu czynników, jednak tempo i zakres wzrostu rezerw są ściśle skorelowane ze stopniem spowolnienia. Obecne prognozy makroekonomiczne (np. Międzynarodowego Funduszu Walutowego) wskazują na wyraźny spadek PKB w 2020 r. (MFW zakłada -4,6%). Bardzo prawdopodobne jest zatem, że koszty ryzyka w 2020 r. wzrosną, niewiadomą jest jednak skala wzrostu. Zwracamy uwagę, że zwiększone rezerwy będą wykazywane przez banki już w wynikach za 1Q20, pomimo, że faktyczne zaburzenie procesów gospodarczych miało miejsce dopiero na przełomie lutego i marca br. Skalę potencjalnych problemów mogą obrazować wyniki za 1Q20 amerykańskich banków: JP Morgan, Bank of America i Wells Fargo zanotowały około pięciokrotny wzrost rezerw r/r.

### Banki – Wybrane dane i założenia, 2019-2020P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	CoR			Saldo rezerw			Zysk netto		
	2019	2020	r/r	2019	2020	r/r	2019	2020	r/r
PKO	0,57%	1,22%	116%	1 261	2 833	125%	4 078	2 548	-38%
SPL	0,87%	1,73%	99%	1 219	2 484	104%	2 206	692	-69%
MBK	0,73%	1,62%	122%	712	1 689	137%	1 321	354	-73%
MIL	0,68%	1,27%	87%	416	900	117%	587	182	-69%

Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

W naszych prognozach zakładamy, że w pierwszej kolejności problemy dotkną małych i średnich przedsiębiorstw, potem także większych spółek, a jednocześnie słabnącą zdolność do regulowania zobowiązań będzie wykazywał również segment detaliczny. Zakładamy, że koszty ryzyka w analizowanych bankach wzrosną w 2020 r. o 87-122% r/r, przy czym relatywnie największego wzrostu oczekujemy w mBanku oraz w banku Millennium. O ile w Millennium zakładamy wzrost kosztów ryzyka o „tylko” 87% r/r, zwracamy uwagę, że w 2019 r., były one istotnie wyższe niż w roku poprzednim i zawierały elementy jednorazowe (związane z konsolidacją Eurobanku).

### Banki – Zysk netto w 2020P w zależności od wzrostu kosztów ryzyka r/r w 2020P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	50%	100%	150%	200%	250%	300%	350%	400%	450%	500%
PKO	3 218	2 714	2 209	1 705	1 201	696	192	-313	-817	-1 321
SPL	1 170	682	195	-293	-781	-1 269	-1 756	-2 244	-2 732	-3 220
MBK	764	479	194	-91	-376	-661	-946	-1 231	-1 515	-1 800
MIL	306	140	-27	-193	-359	-525	-692	-858	-1 024	-1 190

Źródło: Prognozy i szacunki BDM S.A.

O ile zakładany przez nas wzrost kosztów ryzyka kredytowego wydaje się relatywnie duży, zwracamy uwagę, że w negatywnym scenariuszu wzrost salda rezerw może być znacznie większy. Według naszych szacunków, relatywnie najmniej podatny na wzrost kosztów ryzyka jest PKO BP, który nawet przy ponad 3-krotnym wzroście w 2020 r. wykazałby dodatni wynik netto. Najmniej odporny (biorąc pod uwagę przyjęte założenia dotyczące pozostałych linii P&L) jest z kolei Millennium, w którym około 100-150% r/r wzrost salda rezerw w 2020 r. może spowodować stratę netto.



**Banki – Zmiana zysku netto w 2020P (w stosunku do 2019 r.) w zależności od wzrostu kosztów ryzyka w 2020P**

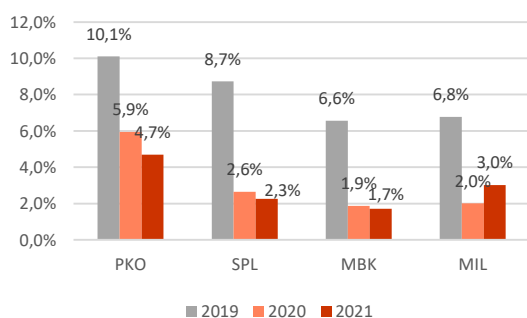
%	50%	100%	150%	200%	250%	300%	350%	400%	450%	500%
PKO	-21%	-33%	-46%	-58%	-71%	-83%	-95%	na	Na	na
SPL	-47%	-69%	-91%	na	na	na	na	na	Na	na
MBK	-42%	-64%	-85%	na	na	na	na	na	Na	na
MIL	-48%	-76%	na	na	na	na	na	na	Na	na

Źródło: Prognozy i szacunki BDM S.A.

W naszej opinii relatywnie niska podatność PKO BP jest efektem m.in. wysokiej rentowności banku. W 2019 r. ROE PKO BP wyniosło ponad 10% vs. 8,7% w Santanderze, oraz poniżej 7% w mBanku i Millennium. Wysoka rentowność wynika z kolei naszym zdaniem z modelu biznesowego banku, który znajduje odzwierciedlenie chociażby w wysokiej marży odsetkowej skorygowanej o koszty ryzyka, ponadprzeciętnej efektywności kosztowej, strukturze portfela kredytowego oraz wielu innych elementach rachunku wyników oraz bilansu banku.

**Banki – ROE, 2019-2021P**

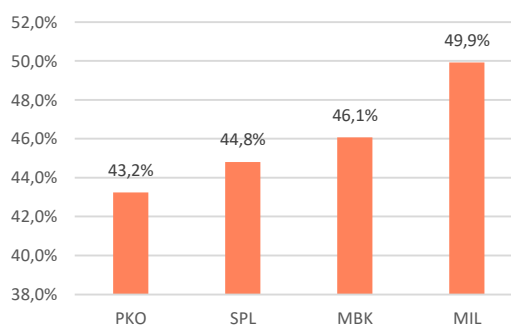
%



Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

**Banki – Marża odsetkowa skorygowana o koszty ryzyka, 2019**

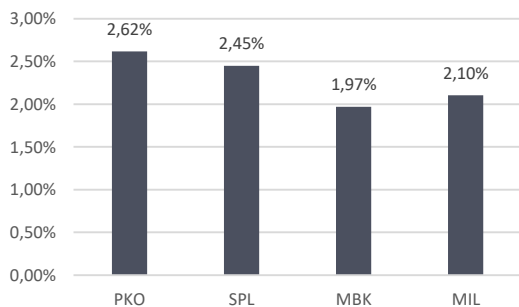
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Banki – Wskaźnik Koszty/Dochody, 2019\***

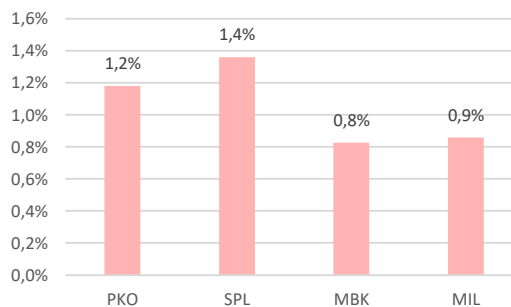
%



\* Dla Millennium z wyłączeniem kosztów integracji, Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**Banki – F&C/Depozyty, 2019**

%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

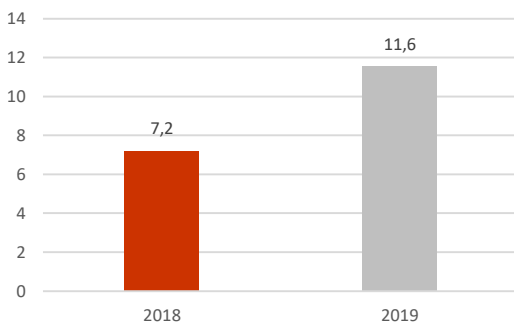
## Ryzyko CHF – mBank i Millennium najbardziej narażone na wzrost rezerw

Oczekujemy, że następstwem wyroku TSUE z 3 października liczba nowych spraw sądowych dotyczących walutowych kredytów hipotecznych będzie w dalszym ciągu rosła, jednak tempo przyrostu nie będzie już tak znaczące jak na przełomie ostatnich kwartałów. Zakładamy, że w dłuższym terminie tempo przyrostu nowych spraw będzie w znacznym stopniu uzależnione od rozstrzygnięć sądów. Jeżeli w dalszym ciągu przeważać będą wyroki na korzyść klientów, skłonność kredytobiorców do składania pozwów będzie rosła. W naszym przekonaniu jednak cały proces będzie w znacznym stopniu rozłożony w czasie. W naszych prognozach zakładamy również, że wraz z rosnącą liczbą składanych pozwów rosnąć będzie także wartość tworzonych przez banki rezerw. Ze względu na relatywnie wysoką *pozwogenność* oraz niską wartość rezerw w stosunku do wartości postępowań sądowych, najbardziej narażony na dodatkowe rezerwy jest w naszym przekonaniu mBank oraz Millennium. Relatywnie najmniejszych rezerw spodziewamy się z kolei w PKO BP.

### Wyrok TSUE z 3 października podstawą do wzrostu liczby pozwów dot. walutowych kredytów hipotecznych

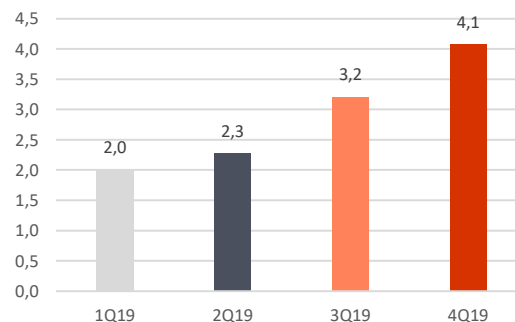
3 października 2019 r. Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej wydał wyrok w sprawie p. Dziubaków, którzy domagali się unieważnienia walutowej umowy kredytowej ze względu na zawartą w niej niedozwoloną klauzulę indeksacyjną. Kredytobiorcy argumentowali, że mechanizm indeksacji pozwalał bankowi na jednostronne określanie kursów walut i domagali się aby dalsze wykonywanie umowy było realizowane w oparciu o wartość kredytu w momencie jego zawarcia w PLN oraz określoną w umowie stopę bazową LIBOR powiększoną o marżę banku. W ogłoszonym wyroku TSUE stwierdził, że klauzule niedozwolone z umów dot. kredytów indeksowanych do walut obcych nie mogą zostać zastąpione ogólnymi przepisami prawa cywilnego, co oznacza, że powinny być usunięte z umowy i nie można ich zastąpić innymi rozwiązaniami (np. kursem średnim NBP). O ile Trybunał stwierdził, że zgodnie z prawem Unii Europejskiej tego rodzaju umowy mogą zostać unieważnione, nie odniósł się jednoznacznie do kwestii możliwości funkcjonowania umowy z walutą PLN oraz stopą LIBOR. Brak jednoznacznych wytycznych TSUE w tym zakresie oznacza więc, że ostateczna decyzja dot. możliwości funkcjonowania takiej umowy należy do sądów krajowych.

**Liczba nowych sądowych pozwów frankowych, 2018-2019**  
tys. szt.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Parkiet, BDM S.A.

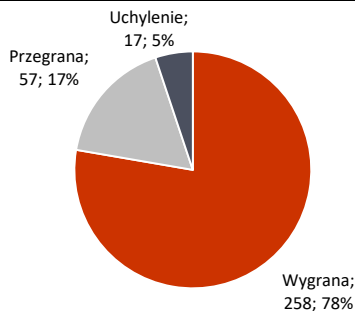
**Przyrost nowych sądowych pozwów frankowych, 1Q19-4Q19**  
tys. szt.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Parkiet, BDM S.A.

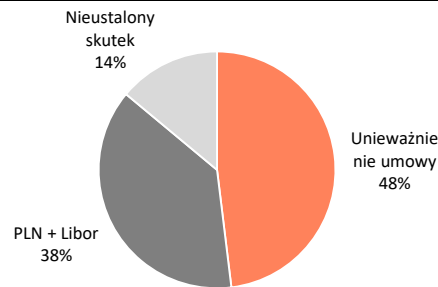
Według informacji Ministerstwa Finansów od początku 2019 r. liczba pozwów sądowych dotyczących walutowych kredytów hipotecznych regularnie rosła. W 4Q19 klienci założyli przeciwko bankom niemal 4,1 tys. spraw wobec 2 tys. w 1Q19. Jednocześnie w całym 2019 r. liczba spraw wzrosła o ponad 60% r/r do 11,6 tys. (z 7,2 tys. w 2018 r.). Wyrok TSUE z 3 października 2019 r. był z pewnością bardzo istotnym czynnikiem wpływającym na zwiększenie liczby składanych pozwów. Jak poinformował Związek Banków Polskich, przez dwa i pół miesiąca od wyroku Trybunału przybyło około 1,5-2 tys. nowych spraw frankowych. O ile liczba spraw istotnie wzrosła już w 3Q19, czyli przed wyrokiem TSUE, relatywnie wysoki przyrost mógł być efektem majowej wypowiedzi rzecznika TSUE, który sygnalizował prawdopodobną treść opinii Trybunału.

**Wyroki sądowe dot. mechanizmów indeksacji i tabel kursowych w walutowych kredytach hipotecznych wydane w 2019 r.**  
szt./%



Źródło: Votum, BDM S.A.

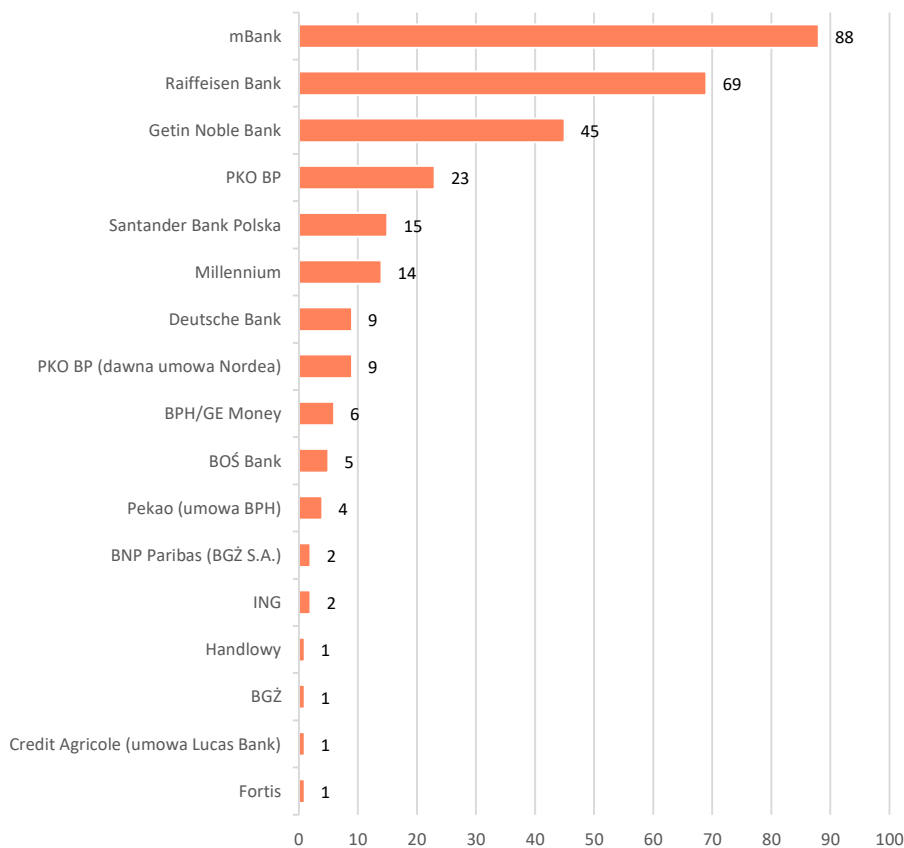
**Korzystne dla klientów wyroki sądowe dot. mechanizmów indeksacji i tabel kursowych w walutowych kredytach hipotecznych wydane w 2019 r.**  
%



Źródło: Votum, BDM S.A.

Treść orzeczenia TSUE będzie miała z pewnością istotny wpływ na kształtowanie się linii orzeczniczej krajowych sądów, jednak także przed ogłoszeniem wyroku statystyki spraw sądowych dot. walutowych kredytów hipotecznych były w znacznym stopniu korzystne dla kredytobiorców. Według danych kancelarii Votum w 2019 r. z ponad 330 wyroków niemal 80% zakończyło się wygraną klientów. Wśród pozytywnych dla klientów wyroków dominowało unieważnienie umowy (48%), jednak udział wyroków nakazujących przewalutowanie kredytu po kursie zaciągnięcia z uwzględnieniem stawki LIBOR również był znaczący (38%). Jednocześnie – według statystyk kancelarii - w 2019 r. najwięcej wyroków sądowych zapadło na korzyść klientów mBanku (88), Raiffeisen Banku (69) oraz Getin Noble Banku (45).

**Wyroki sądowe dot. mechanizmów indeksacji i tabel kursowych w walutowych kredytach hipotecznych zapadłe przeciw poszczególnym bankom w 2019 r.**  
szt.

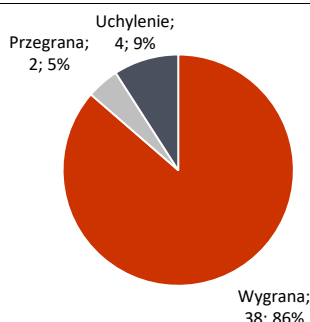


Źródło: Votum, BDM S.A.

Statystyki dot. wydanych wyroków sprzyjały kredytobiorcom także w styczniu i w lutym 2020 r. Według danych Votum w styczniu z 44 wydanych wyroków na korzyść klientów zapadło aż 86%, a zaledwie 5% było korzystnych dla banków. W lutym z kolei liczba wyroków była wyższa (59 wyroków, w tym 49 w sądach I instancji), a na korzyść klientów zapadło aż 90% wyroków. Według informacji kancelarii w korzystnych dla klientów wyrokach nadal przeważa stwierdzenie nieważności umowy (70% w lutym) nad przewalutowaniem po kursie zaciągnięcia z zachowaniem stawki LIBOR (30%).

#### Wyroki sądowe dot. mechanizmów indeksacji i tabel kursowych w walutowych kredytach hipotecznych wydane w styczniu 2020 r.

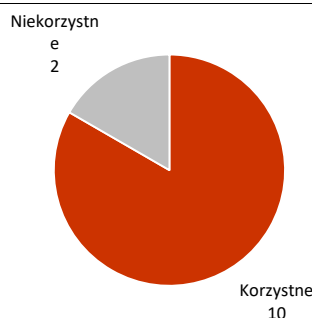
szt./%



Źródło: Votum, BDM S.A.

#### Prawomocne wyroki sądowe dot. mechanizmów indeksacji i tabel kursowych w walutowych kredytach hipotecznych wydane w styczniu 2020 r.

%



Źródło: Votum, BDM S.A.

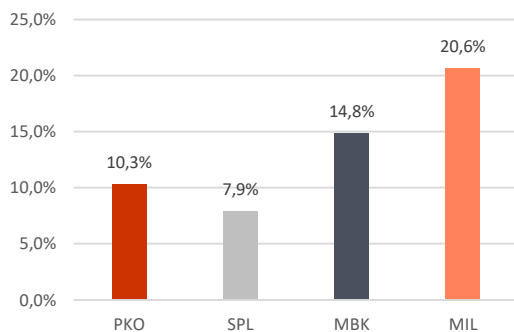
Zakładamy, że w najbliższych kwartałach liczba nowych spraw dotyczących walutowych kredytów hipotecznych będzie w dalszym ciągu rosła. Według ekonomistów ING BSK w 2020 r. może przybywać około 5 tys. pozwów kwartalnie (wobec 4 tys. w 4Q19). Przy wzroście na poziomie 20 tys. rocznie łączna liczba pozwów na koniec 2020 r. mogłaby wynieść około 37-38 tys., co stanowiłoby około 8% czynnych umów. W naszych prognozach zakładamy, że tempo przyrostu nie będzie już tak znaczące jak na przełomie ostatnich kwartałów. Oczekujemy, że głównym czynnikiem motywującym niezdecydowanych klientów do składania pozwów był właśnie wyrok TSUE, więc znacząca część klientów, która rozważała złożenie pozwu, podjęła już decyzję. W dłuższym terminie jednak tempo przyrostu nowych spraw będzie zależeć od statystyk wyroków. Jeżeli wyroki na korzyść klientów będą przeważać, liczba składanych pozwów będzie rosła. W naszym przekonaniu jednak cały proces będzie w znacznym stopniu rozłożony w czasie. Dodatkowym elementem motywującym klientów do składania pozwów może okazać się istotne osłabienie PLN w stosunku do CHF.

#### Niejednoznaczne podejście banków do tworzenia rezerw w konsekwencji wyroku TSUE

W efekcie ogłoszonego 3 października 2019 r. wyroku TSUE w 4Q19 banki rozpoczęły proces tworzenia rezerw na walutowe kredyty hipoteczne. O ile wcześniej sektor zawiązywał już pewne rezerwy, w znacznym stopniu dotyczyły one toczących się już spraw spornych. W następstwie wyroku TSUE jednak banki zaczęły tworzyć rezerwy dotyczące całego portfela walutowych kredytów hipotecznych udzielonych w przeszłości.

#### Banki – Udział walutowych kredytów hipotecznych (brutto) w portfelu ogółem, 2019

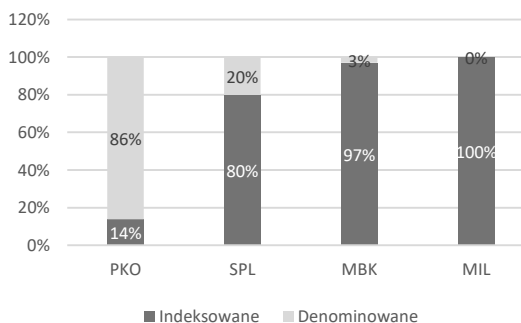
%



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

#### Banki – Struktura walutowych kredytów hipotecznych, 2019

%



Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

Podstawą do tworzenia rezerw była przede wszystkim liczba obecnych i oczekiwanych przyszłych spraw sądowych, oczekiwana potencjalna strata oraz prawdopodobieństwo przegrania procesu. Każdy bank jednak dokonywał oceny bazując w znacznym stopniu na własnych statystykach oraz oczekiwanym prawdopodobieństwie rozstrzygnięć. W rezultacie więc założona metodologia oraz stopień obrezerwowania różnią się w zależności od banku.

#### Banki – Wybrane dane dot. walutowych kredytów hipotecznych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	PKO	SPL	MBK	MIL
Wartość brutto hipotek FX	24 500	11 718	16 100	14 779
Hipoteki FX jako % portfela brutto	10,3%	7,9%	14,8%	20,6%
Udział indeksowanych	14%	80%	97%	100%
Udział denominowanych	86%	20%	3%	0%
Rezerwa na hipoteki FX*	451	261	479	223
Horyzont modelu szacowania rezerw portf.	3 lata	3 lata	5 lat	3 lata
Rezerwa/portfel hipotek FX brutto	1,8%	2,2%	3,0%	1,5%
<b>Pozwogówność**</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>8,8%</b>
<b>Rezerwa/wartość postępowań sądowych</b>	<b>115%</b>	<b>88%</b>	<b>59%</b>	<b>42%</b>

\* sprawy bieżące i przyszłe, \*\* stosunek liczby kredytów pozwanych do łącznej liczby udzielonych walutowych kredytów hipotecznych (dla Santander Bank Polska, Millennium oraz mBanku szacunek BDM S.A.), Źródło: Dane spółki, szacunki BDM S.A.

Wartość zawiązanych rezerw w stosunku do posiadanego portfela w przypadku analizowanych banków waha się między 1,5% w Millennium, a 3,0% w mBanku. W naszym przekonaniu jednak lepszymi wskaźnikami obrazującymi potencjalne ryzyko jest stosunek wartości zawiązanych rezerw do łącznej wartości toczących się postępowań sądowych oraz *pozwogówność* (stosunek liczby kredytów pozwanych do łącznej liczby kredytów udzielonych). W tym kontekście najbardziej konserwatywnym podejściem wykazał się - w naszym przekonaniu - PKO BP. Wartość zawiązanych w banku rezerw na koniec 2019 r. stanowiła 115% wartości toczących się postępowań sądowych, a *pozwogówność* banku była znacznie niższa niż w pozostałych bankach (pozywany był średnio około 1 na 100 kredytów). Zwracamy przy tym uwagę, że udział kredytów indeksowanych w portfelu PKO BP jest istotnie niższy niż u konkurentów (14% vs. 80-100% w pozostałych analizowanych bankach). Wśród analizowanych banków relatywnie najniższą rezerwę (wg naszych szacunków) w stosunku do wartości obecnych roszczeń zawiązał Millennium (42%), który charakteryzuje się również najwyższym wskaźnikiem *pozwogówności*.

W naszych prognozach zakładamy, że wartość rezerw w bankach będzie rosła wraz z liczbą składanych przeciwko bankom pozwów, jednak będzie to proces bardzo rozłożony w czasie. Ze względu na relatywnie wysoką *pozwogówność* oraz niską wartość rezerw w stosunku do wartości postępowań sądowych, zakładamy, że na ryzyko dowiązywania relatywnie wysokich rezerw narażone są przede wszystkim mBank oraz Millennium (choć zwracamy uwagę, że mBank jako jedyny w swojej metodologii uwzględnił model 5-0 letni). Relatywnie najmniejszych rezerw spodziewamy się z kolei w PKO BP.

## PROGNOZY BDM vs. KONSENSUS

### PKO BP – Wynik netto, BDM vs. konsensus

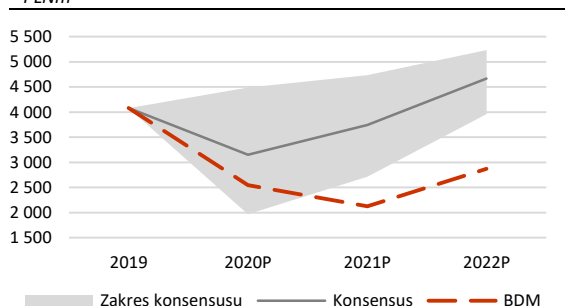
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020E	2021E	2022E
BDM	2 548	2 124	2 869
Konsensus	3 152	3 741	4 667
BDM vs. konsensus	-19%	-43%	-39%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### PKO BP – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### Santander BP – Wynik netto, BDM vs. konsensus

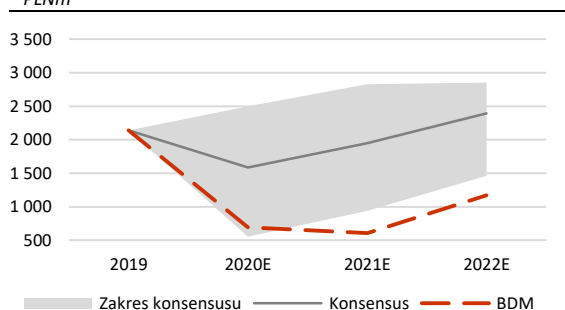
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020E	2021E	2022E
BDM	692	607	1 172
Konsensus	1 587	1 948	2 393
BDM vs. konsensus	-56%	-69%	-51%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### Santander BP – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### mBank – Wynik netto, BDM vs. konsensus

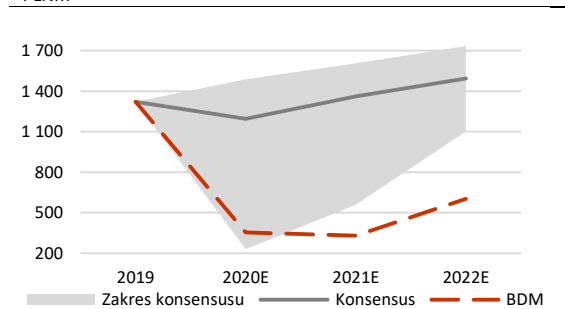
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020E	2021E	2022E
BDM	354	331	604
Konsensus	1 195	1 362	1 493
BDM vs. konsensus	-70%	-76%	-60%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### mBank – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### Millennium – Wynik netto, BDM vs. konsensus

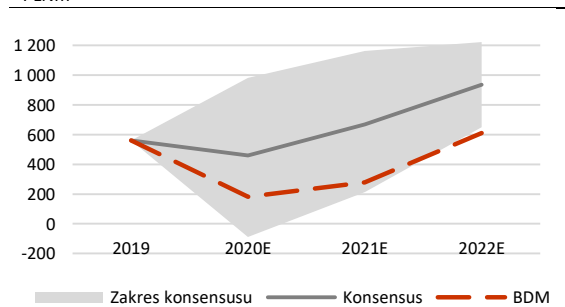
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020E	2021E	2022E
BDM	182	279	611
Konsensus	459	668	937
BDM vs. konsensus	-60%	-58%	-35%

Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

### Millennium – Wynik netto, BDM vs. konsensus

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg



Dom Maklerski BDM S.A.

## PKO BP

### RAPORT ANALITYCZNY

## TRZYMAJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

**WYCENA 23 PLN**

21 KWIETNIA 2020, 08:00 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na PKO BP od zalecenia Trzymaj, z ceną docelową 23,0/akcję. Od początku roku kurs akcji banku spadł -36% wobec -41% spadku indeksu WIG-Banki. Lepsze zachowanie PKO BP odzwierciedla w naszym przekonaniu nie tylko wysoką efektywność operacyjną, ale także wyróżniające się na tle sektora wyniki finansowe w ostatnich latach. O ile obniżki stóp procentowych istotnie obniżą zyski banku, w naszym przekonaniu PKO BP dzięki wysokiej efektywności i konserwatywnemu podejściu do zarządzania ryzykiem jest w stanie w relatywnie dobrym stanie przetrwać nadchodzący kryzys gospodarczy.

**Solidny wzrost wyników i wysoka rentowność...** W ciągu ostatnich lat PKO BP w naszym przekonaniu pozytywnie wyróżniał się na tle sektora nie tylko pod względem wyników finansowych, ale także efektywności operacyjnej oraz wiarygodności Zarządu. W 2019 r. NII wzrósł o 10% r/r, kredyty o 8% r/r, koszty ryzyka istotnie spadły, a ROE banku wyniosło ponad 10%.

**Możliwość absorpcji silnego wzrostu kosztów ryzyka...** W 2020 r. zakładamy, że saldo rezerw w PKO BP wzrośnie o 125% r/r. Zwracamy jednak uwagę, że ze względu na wysoką rentowność bank jest relatywnie bardziej odporny na wzrost kosztów ryzyka niż większość banków. Według naszych szacunków, dopiero 3,5-4-o krotny wzrost rezerw w 2020 r. spowodowałby stratę netto banku.

**... ale też wysoka podatność na obniżki stóp.** Zakładamy, że obniżka stóp procentowych o 100bp wpłynie na zmniejszenie wyniku odsetkowego banku o c. PLN 250-270m kwartalnie, co stanowi około 20-21% wyniku netto za 2019 r.

**Oczekujemy silnego spadku zysku netto w 2020 r.** W efekcie m.in. oczekiwanego wzrostu rezerw i obniżek stóp procentowych oczekujemy, że zysk netto PKO BP spadnie w 2020 r. o -38% r/r (do PLN 2,548m), a w 2021 r. o -17% r/r (do PLN 2,124m). Nasze prognozy są 19/43% poniżej konsensusu.

**Solidne obrezerwowanie „dużego” TSUE.** Biorąc pod uwagę niską pozwogennosc (co 80-ty klient występuje na drogę sądową) oraz wysoką wartość rezerwy banku na „duże” TSUE w stosunku do wartości postępowań sądowych (115%), nie oczekujemy znaczącego wzrostu rezerw z tego tytułu.

**Uzasadniona wycena.** Na naszych prognozach PKO BP jest wyceniany na 0,6x P/BV, co oznacza odpowiednio 47/45% dyskonto do 3/5-o letniej średniej. Biorąc pod uwagę relatywnie wysoką - na tle sektora - rentowność banku w tak trudnym środowisku, oraz wysokie możliwości „absorpcji” strat kredytowych, obecną wycenę uważamy za uzasadnioną.

#### PKO BP – Wybrane dane, 2017-2022E

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	3 104	3 741	4 031	2 548	2 124	2 869
Zmiana r/r (%)	8%	21%	8%	-37%	-17%	35%
Skor. zysk netto (PLNm)	3 047	3 741	4 078	2 548	2 124	2 869
Zmiana r/r (%)	24%	23%	9%	-38%	-17%	35%
ROE skorygowane (%)	8,9%	9,9%	10,1%	5,9%	4,7%	6,1%
P/E (x) skorygowane	9,1	7,4	6,8	10,9	13,0	9,6
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS* (PLN)	0,6	1,3	0,0	0,0	0,8	1,1
DY* (%)	2,5%	6,0%	0,0%	0,0%	3,8%	5,2%

\* Z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

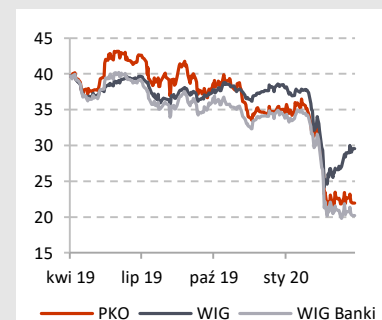
#### Podstawowe dane

Rekomendacja	Trzymaj
Cena docelowa [PLN]	23,0
Potencjał do wzrostu / spadku	4%
Kapitalizacja [PLNm]	27,700
Min (52) [PLN]	20,3
Max (52) [PLN]	42,1
Liczba akcji [mln. szt.]	1,250
Stopa zwrotu za 3 mc	-38,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-41,9%
Stopa zwrotu YTD	-35,8%

#### Struktura akcjonariatu:

Skarb Państwa	29,4%
OFE NN	7,6%
Aviva OFE	7,1%
Pozostali	55,9%

#### PKO BP vs. WIG vs. WIG Banki – relatywny kurs akcji


**Michał Fidelus**

michal.fidelus@bdm.pl

Tel. 666 073 972

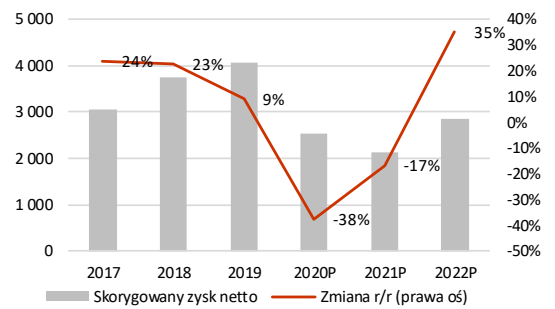
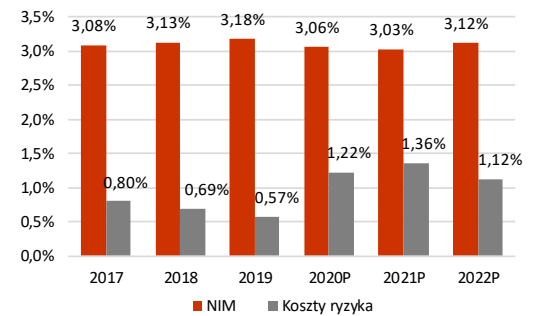
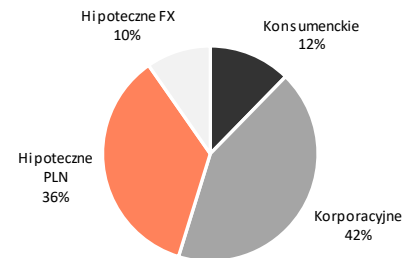
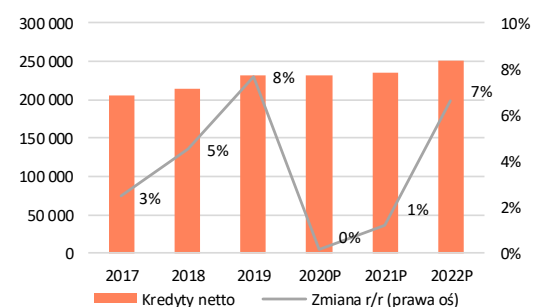
Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

**Wybrane dane finansowe**

Rachunek wyników (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	8 606	9 345	10 279	10 268	10 316	10 988
F&C	2 969	3 013	3 047	2 963	2 874	2 989
Pozostałe przychody	988	981	893	756	771	786
<b>Przychody ogółem</b>	<b>12 563</b>	<b>13 339</b>	<b>14 219</b>	<b>13 741</b>	<b>13 652</b>	<b>14 378</b>
Koszty osobowe	-2 974	-3 023	-3 215	-3 278	-3 285	-3 377
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-2 810	-2 874	-2 933	-3 127	-3 182	-3 257
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-5 784</b>	<b>-5 897</b>	<b>-6 148</b>	<b>-6 405</b>	<b>-6 467</b>	<b>-6 634</b>
<b>EBIT przed rezerwami</b>	<b>6 779</b>	<b>7 442</b>	<b>8 071</b>	<b>7 336</b>	<b>7 185</b>	<b>7 744</b>
Saldo rezerw	-1 620	-1 451	-1 261	-2 833	-3 179	-2 722
Podatek bankowy	-932	-950	-1 022	-1 034	-1 046	-1 104
- Rezerwa portfelową na FX	0	0	-451	-246	-308	-385
<b>Zysk brutto</b>	<b>4 249</b>	<b>5 078</b>	<b>5 819</b>	<b>3 501</b>	<b>2 967</b>	<b>3 926</b>
Podatek dochodowy	-1 140	-1 336	-1 787	-949	-843	-1 056
<b>Zysk netto</b>	<b>3 104</b>	<b>3 741</b>	<b>4 031</b>	<b>2 548</b>	<b>2 124</b>	<b>2 869</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>3 047</b>	<b>3 741</b>	<b>4 078</b>	<b>2 548</b>	<b>2 124</b>	<b>2 869</b>
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki w Banku Centralnym	17 810	22 925	14 677	15 264	15 875	16 510
Należności od banków	5 233	7 661	4 092	4 542	5 042	5 596
Aktywa finansowe	56 673	66 679	84 013	88 547	88 433	88 444
Kredyty netto	205 628	214 912	231 434	231 850	234 632	250 118
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>296 912</b>	<b>324 255</b>	<b>348 044</b>	<b>351 267</b>	<b>355 482</b>	<b>375 070</b>
Zobowiązania wobec banków	4 564	2 008	2 885	2 943	3 002	3 062
Depozyty	218 800	242 816	258 199	263 061	264 639	278 665
Kapitał własny	36 267	39 111	41 587	44 135	46 259	48 067
<b>Zobowiązania i kapitał własny</b>	<b>296 912</b>	<b>324 255</b>	<b>348 044</b>	<b>351 267</b>	<b>355 482</b>	<b>375 070</b>
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM (na AIEA)	3,08%	3,13%	3,18%	3,06%	3,03%	3,12%
Koszty ryzyka	0,80%	0,69%	0,57%	1,22%	1,36%	1,12%
Koszty/Dochody	46,0%	44,2%	43,2%	46,6%	47,4%	46,1%
ROE (skorygowane)	8,9%	9,9%	10,1%	5,9%	4,7%	6,1%
ROA (skorygowane)	1,05%	1,20%	1,21%	0,73%	0,60%	0,79%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	22,1%	44,6%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
F&C/Przychody ogółem	23,6%	22,6%	21,4%	21,6%	21,1%	20,8%
Koszty/Średnie aktywa	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Efektywna stopa podatkowa	26,8%	26,3%	30,7%	27,1%	28,4%	26,9%
Kapitał/Aktywa	12,2%	12,1%	11,9%	12,6%	13,0%	12,8%
Kredyty/Depozyty	94,0%	88,5%	89,6%	88,1%	88,7%	89,8%
Kredyty/Aktywa	69,3%	66,3%	66,5%	66,0%	66,0%	66,7%
CAR	17,4%	18,9%	18,4%	17,8%	17,6%	17,0%
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Rozwodniona liczba akcji (m)	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250	1 250
EPS (PLN)	2,5	3,0	3,2	2,0	1,7	2,3
Skorygowany EPS (PLN)	2,4	3,0	3,3	2,0	1,7	2,3
BVPS (PLN)	29,0	31,3	33,3	35,3	37,0	38,4
DPS* (PLN)	0,6	1,3	0,0	0,0	0,8	1,1
DY* (%)	2,5%	6,0%	0,0%	0,0%	3,8%	5,2%
P/E (x)	8,9	7,4	6,9	10,9	13,0	9,6
Skorygowane P/E (x)	9,1	7,4	6,8	10,9	13,0	9,6
P/BV (x)	0,76	0,71	0,67	0,63	0,60	0,58
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	11%	9%	10%	0%	0%	7%
F&C	10%	1%	1%	-3%	-3%	4%
Przychody ogółem	7%	6%	7%	-3%	-1%	5%
Koszty	3%	2%	4%	4%	1%	3%
Saldo rezerw	0%	-10%	-13%	125%	12%	-14%
Zysk netto	8%	21%	8%	-37%	-17%	35%
Skorygowany zysk netto	24%	23%	9%	-38%	-17%	35%
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	3%	5%	8%	0%	1%	7%
Depozyty	7%	11%	6%	2%	1%	5%
Aktywa	4%	9%	7%	1%	1%	6%

\* Z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**PKO BP - Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**PKO BP - NIM i koszty ryzyka (%)**

**PKO BP - Struktura portfela kredytów (%)**

**PKO BP - Kredyty netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**Kluczowe ryzyka:**

Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko dot. portfela walutowych kredytów hipotecznych, 4) ryzyko systemowe związane z IDA oraz GNB, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji. Dodatkowo, szczególnie dla PKO BP widzimy następujące ryzyka: 1) istotny wzrost rezerw na walutowe kredyty hipoteczne 2) większy od oczekiwanego wzrost kosztów ryzyka, 3) ryzyko niższej dywidendy, 4) ryzyko wolniejszego wzrostu wolumenów kredytowych, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.



## Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji banku PKO BP dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Przyjmując 90% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 10% dla modelu ROE-P/BV otrzymujemy wycenę PKO BP na dzień 21.04.2020 na poziomie PLN 23,0 za akcję, co oznacza 4% potencjał wzrostu.

### Podsumowanie wyceny

<b>Model ROE-P/BV</b>	<b>24,8</b>
Waga (%)	10%
<b>Model zdyskontowanych zysków rezydualnych</b>	<b>23,0</b>
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>23,0</b>
Cena bieżąca	22,1
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>4%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2019 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4.0%, Beta 1.0 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 9.0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 8,0%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę PKO BP na poziomie PLN 23,0 za akcję.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

### Model ROE-P/BV

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021E implikuje wycenę PKO BP na poziomie PLN 24,8 na akcję.

Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników takich jak m.in. wypłacana dywidenda, ryzyko portfela kredytowego (CHF), ocena Zarządu banku, czy współczynniki kapitałowe.

## Podsumowanie wyceny

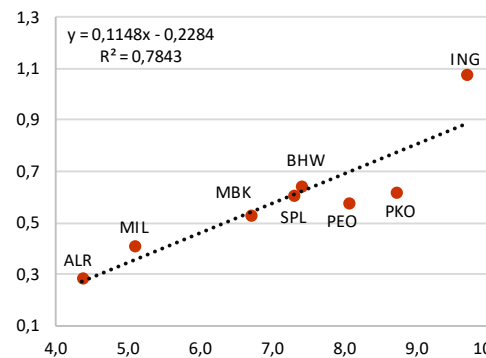
	MC (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
PKO BP	27 700	8,8	7,4	0,62	0,59	8,7%	10,1%
Pekao	14 400	8,9	7,3	0,58	0,56	8,1%	8,8%
Santander	16 200	10,2	8,3	0,61	0,59	7,3%	7,3%
mBank	9 220	7,7	6,8	0,53	0,50	6,7%	6,5%
ING BSK	17 400	12,5	11,0	1,08	1,02	9,7%	10,3%
Handlowy	4 760	9,3	8,7	0,64	0,63	7,4%	7,5%
Millennium	3 650	7,9	5,5	0,41	0,40	5,1%	10,7%
Alior Bank	1 960	10,6	4,9	0,29	0,27	4,4%	7,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>0,59</b>	<b>0,58</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,2%</b>
PKO BP premia/dyskonto do mediana		-4%	1%	4%	3%		

### PODSUMOWANIE WYCENY:

Na akcję (PLN)	
Model ROE-P/BV	24,8
Waga (%)	10%
Model zdysk. zysków rezzyd	23,0
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>23,0</b>
Cena bieżąca	22,1
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>3,9%</b>

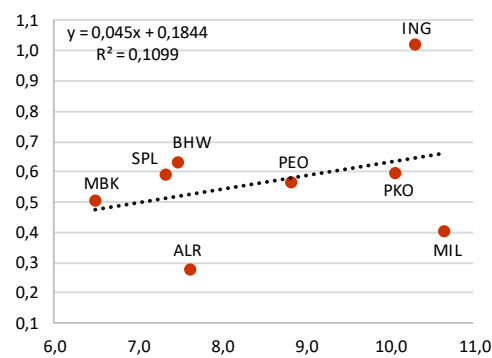
Źródło: Konsensus Bloomberg

#### Model regresji ROE-P/BV na 2020E



Źródło: BDM

#### Model regresji ROE-P/BV na 2021E



Źródło: BDM

#### Model ROE-P/BV:

Równania regresji:  
 2020P P/BV = 0,1148\*ROE-0,2284  
 2021P P/BV = 0,045\*ROE+0,1844

#### Wagi:

2020P	80%
2021P	20%

#### Wycena

Wartość godziwa (PLNm)	31 000
Wycena akcję (PLN)	24,8
Potencjał wzrostu/spadku	12,1%

Model zdysk. zysków rezydualnych	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Terminal
Zysk netto (PLNm)	4 031	2 548	2 124	2 869	3 013	3 164	3 258
Kapitał własny (PLNm)	41 587	44 135	46 259	48 067	49 645	51 302	52 979
Wskaźnik wypłaty dyw.	0%	0%	50%	50%	50%	50%	62%
ROE (%)	10,1%	5,9%	4,7%	6,1%	6,2%	6,3%	8,0%
COE (%)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	1,1%	-3,1%	-4,3%	-2,9%	-2,8%	-2,7%	-1,0%
Zdysk. zysk rezydualny		-1 263	-1 720	-1 117	-1 031	-942	-6 236
Stopa wzrostu (g) (%)		3,0%					
Wartość bieżąca ZZR		-6 074					
Zdysk. wartość rez.		-6 236					
Kapitał własny 2019		41 587					
Wartość godziwa		29 277					
Liczba akcji (mln)		1 250					
<b>WG na akcję (PLN)</b>		<b>23,0</b>					
Cena rynkowa (PLN)		22,1					
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>		<b>4%</b>					

Źródło: BDM S.A.

#### Model zdyskontowanych zysków rez.:

- Beta	1,0
- Premia za ryzyko (%)	5,00%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	8,0%

#### Wycena:

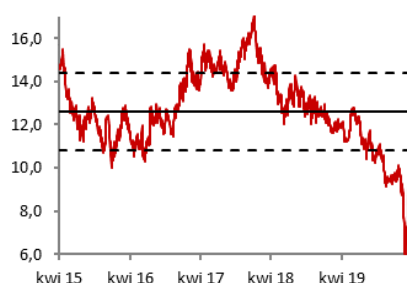
Wartość godziwa (PLNm)	29 277
Wycena akcję (PLN)	23,0
Potencjał wzrostu/spadku	3,9%

COE (%)	Długoterminowe ROE (%)			
	7,5%	8,0%	8,5%	
	8,5%	24,0	26,0	29,0
	9,0%	21,0	23,0	26,0
	9,5%	19,0	21,0	23,0

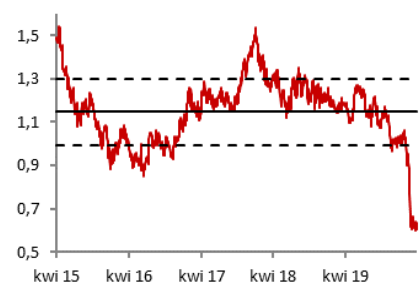
#### PKO BP - relatywny kurs akcji (12M)



#### PKO BP - 1YF P/E, 5Y

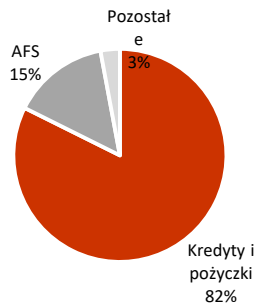
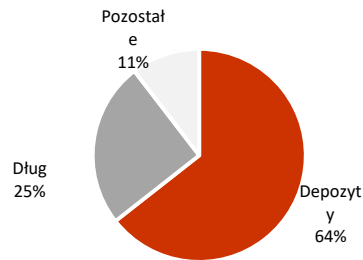
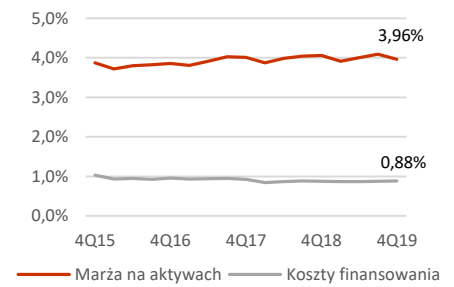
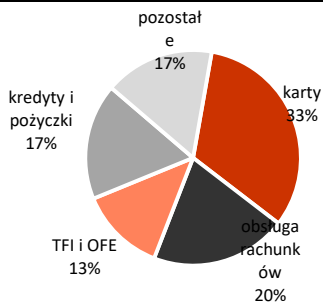
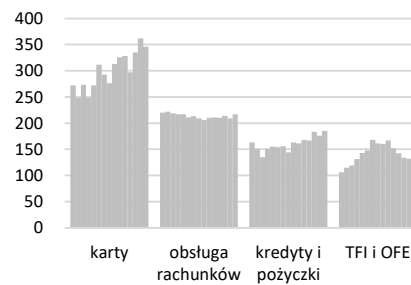
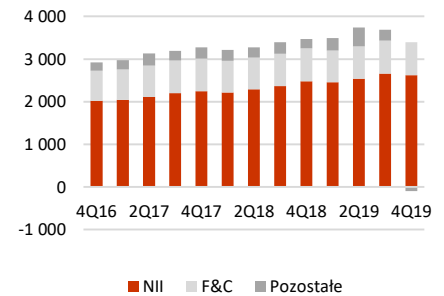
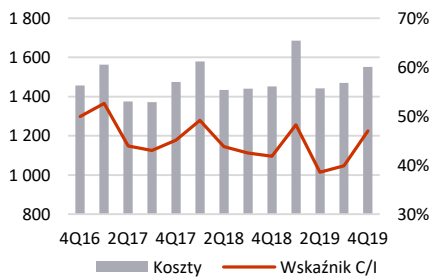
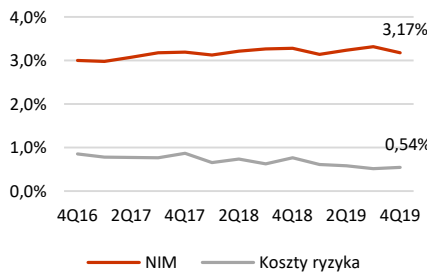
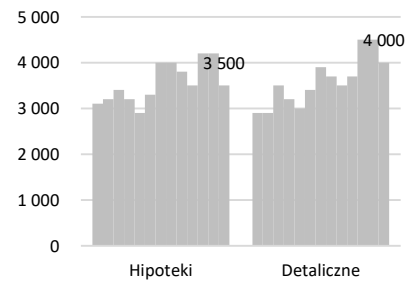
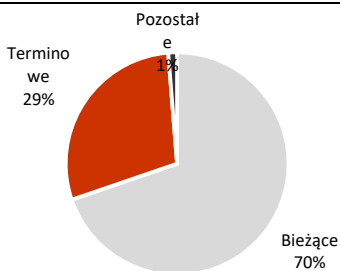
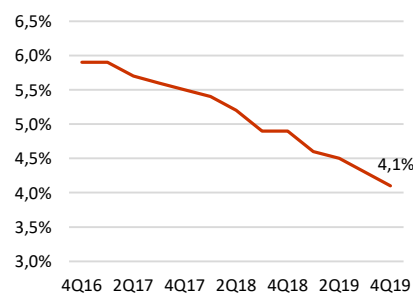
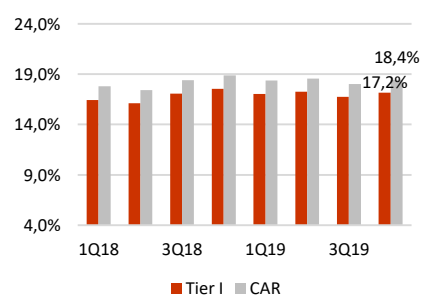


#### PKO BP - 1YF P/BV, 5Y



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

## Dane finansowe i operacyjne na wykresach

**Struktura przychodów odsetkowych, 4Q19**  
(%)

**Struktura kosztów odsetkowych, 4Q19**  
(%)

**Marża na aktywach i koszty finansowania,**  
(%)

**Struktura przychodów prowizyjnych, 4Q19**  
(%)

**Przychody prowizyjne**  
(mln PLN)

**Struktura przychodów ogółem**  
(mln PLN)

**Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody**  
(%)

**NIM i koszty ryzyka**  
(%)

**Sprzedż kredytów, 4Q16-4Q19**  
(mln PLN)

**Struktura depozytów, 4Q19**  
(%)

**Wskaźnik NPL**  
(%)

**Wskaźnik Tier I oraz CAR**  
(%)


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.



Dom Maklerski BDM S.A.

# SANTANDER BANK POLSKA

## RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na Santander Bank Polska od zalecenia Redukuj z ceną docelową PLN 145/akcję. Santander przez ostatnie lata wyróżniał się na tle sektora wysoką rentownością. Dodatkowo od 2020 r. bank miał w znacznie większym stopniu korzystać z fuzji z Core DBPL, ponieważ większość kosztów integracji została już poniesiona, a w latach 2020-2021 miały pojawić się znaczące synergije. Korzyści fuzji schodzą jednak obecnie na dalszy plan - w 2020 r. oczekujemy istotnego spadku zysku netto nie tylko ze względu na rosnące rezerwy, ale także spadek NII potęgowany zmianą metody księgowania rezerw na „małe” TSUE. Zwracamy również uwagę na relatywnie niskie możliwości absorpcji rosnących kosztów ryzyka.

**Istotny spadek wyniku odsetkowego ze względu na „małe” TSUE.** W 2019 r. wynik odsetkowy Santandera wzrósł o 15% r/r i był jednym z kluczowych determinantów wzrostu zysku netto. Dynamika była jednak „wspomagana” nieliniową metodą księgowania rezerw na „małe” TSUE. W 2020 r. bank przeszedł na metodę liniową, co dodatkowo – poza obniżkami stóp procentowych – osłabi dynamikę wyniku odsetkowego (zakładamy -5% r/r).

**Zakładamy -68% r/r spadek zysku netto w 2020 r.** W efekcie m.in. spadku wyniku odsetkowego oraz silnego wzrostu rezerw oczekujemy, że zysk netto Santander spadnie w 2020 r. o -69% r/r (do PLN 692m) oraz o -12% r/r (do PLN 607m) w 2021 r. Nasze prognozy są 56/69% poniżej konsensusu.

**Niskie możliwości absorpcji wzrostu kosztów ryzyka.** W naszych prognozach zakładamy, że koszty ryzyka w Santanderze wzrosną w 2020 r. o 99% r/r. Szacujemy jednak, że – przy uwzględnieniu pozostałych założeń - wzrost CoR o „zaledwie” c. 150-200% r/r spowodowałby w 2020 r. stratę netto.

**Relatywnie wysokie obrezerwowanie „dużego” TSUE.** Na koniec 2019 r. rezerwy banku dot. hipotecznych kredytów FX wynosiły PLN 261m. Biorąc pod uwagę niską pozwogonność (co 30-ty klient występuje na drogę sądową) oraz wysoką wartość rezerwy w stosunku do wartości postępowań sądowych (88%) nie oczekujemy znaczącego wzrostu rezerw z tego tytułu.

**Wycena nie uwzględnia wszystkich czynników ryzyka.** Na naszych prognozach Santander jest wyceniany na 0,6x P/BV, co oznacza odpowiednio 55/56% dyskonto do 3/5-o letniej średniej. Biorąc pod uwagę 1) istotny spadek wyniku netto, 2) niską możliwość „absorpcji” wzrostu kosztów ryzyka oraz 3) wciąż materialną ekspozycję na walutowe kredyty hipoteczne, obecną wycenę banku uważamy za wymagającą.

### Santander Bank Polska – Wybrane dane, 2017-2022E

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	2 213	2 363	2 138	692	607	1 172
Zmiana r/r (%)	2%	7%	-10%	-68%	-12%	93%
Skor. zysk netto (PLNm)	2 213	2 083	2 206	692	607	1 172
Zmiana r/r (%)	15%	-6%	6%	-69%	-12%	93%
ROE (%)	10,6%	10,1%	8,5%	2,7%	2,3%	4,3%
P/E (x)	7,1	7,7	7,3	23,4	26,7	13,8
P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
DPS (PLN)	3,1	19,7	0,0	0,0	3,0	5,7
DY* (%)	2,0%	12,4%	0,0%	0,0%	1,9%	3,6%

\* Z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

## REDUKUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

**WYCENA 145 PLN**

21 KWIETNIA 2020, 08:00 CEST

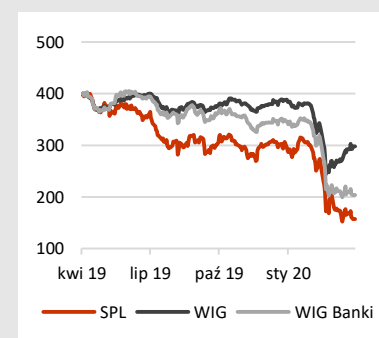
### Podstawowe dane

Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	145
Potencjał do wzrostu / spadku	-9%
Kapitalizacja [PLNm]	16,200
Min (52) [PLN]	148,2
Max (52) [PLN]	385,9
Liczba akcji [mln. szt.]	102,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-46,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-48,0%
Stopa zwrotu YTD	-48,4%

### Struktura akcjonariatu:

Banco Santander	66,3%
OFE NN	5,1%
Pozostali	28,6%

### Santander Bank Polska vs. WIG vs. WIG Banki – relatywny kurs akcji


**Michał Fidelus**

michal.fidelus@bdm.pl

Tel. 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

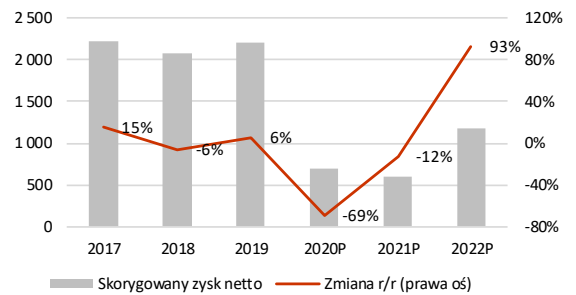
ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

## Wybrane dane finansowe

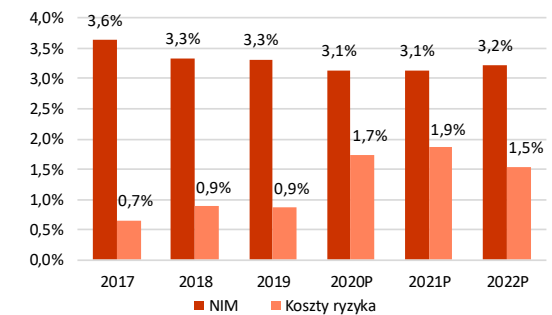
Rachunek wyników (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	5 277	5 742	6 580	6 267	6 382	6 754
F&C	2 013	2 058	2 128	2 070	2 029	2 139
Pozostałe przychody	360	722	515	359	400	427
<b>Przychody ogółem</b>	<b>7 650</b>	<b>8 523</b>	<b>9 050</b>	<b>8 596</b>	<b>8 686</b>	<b>9 164</b>
Koszty osobowe	-1 563	-1 670	-1 870	-1 750	-1 748	-1 827
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-1 696	-1 906	-2 185	-2 368	-2 413	-2 488
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-3 258</b>	<b>-3 576</b>	<b>-4 054</b>	<b>-4 118</b>	<b>-4 161</b>	<b>-4 314</b>
<b>EBIT przed rezerwami</b>	<b>4 391</b>	<b>4 946</b>	<b>4 996</b>	<b>4 479</b>	<b>4 524</b>	<b>4 849</b>
Saldo rezerw	-690	-1 085	-1 219	-2 484	-2 721	-2 313
Podatek bankowy	-424	-500	-599	-589	-589	-615
- Rezerwa portfelowa na FX	0	0	-173	-100	-125	-157
<b>Zysk brutto</b>	<b>3 335</b>	<b>3 424</b>	<b>3 245</b>	<b>1 469</b>	<b>1 276</b>	<b>1 984</b>
Podatek dochodowy	-817	-727	-800	-482	-379	-528
<b>Zysk netto</b>	<b>2 213</b>	<b>2 363</b>	<b>2 138</b>	<b>692</b>	<b>607</b>	<b>1 172</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>2 213</b>	<b>2 083</b>	<b>2 206</b>	<b>692</b>	<b>607</b>	<b>1 172</b>
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki w Banku Centralnym	4 146	8 908	7 973	8 372	8 790	9 230
Należności od banków	2 136	2 936	3 717	3 791	3 867	3 944
Aktywa finansowe	32 050	49 022	43 431	45 331	46 225	46 574
Kredyty netto	107 840	137 460	143 403	144 084	145 669	154 992
Rzeczowe aktywa trwałe	931	986	874	888	901	946
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>152 674</b>	<b>205 853</b>	<b>209 476</b>	<b>212 856</b>	<b>215 836</b>	<b>226 628</b>
Zobowiązania wobec banków	2 783	2 833	5 032	4 881	4 734	4 592
Depozyty	111 481	149 617	156 480	160 264	162 508	170 471
Mniejszości	1 436	1 564	1 548	1 844	2 134	2 418
Kapitał własny	21 907	25 104	25 432	26 124	26 731	27 599
<b>Zobowiązania i kapitał własny</b>	<b>152 674</b>	<b>205 853</b>	<b>209 476</b>	<b>212 856</b>	<b>215 836</b>	<b>226 628</b>
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM (na AIEA)	3,64%	3,33%	3,32%	3,13%	3,14%	3,22%
Koszty ryzyka	0,65%	0,88%	0,87%	1,73%	1,88%	1,54%
Koszty/Dochody	42,6%	42,0%	44,8%	47,9%	47,9%	47,1%
ROE	10,6%	10,1%	8,5%	2,7%	2,3%	4,3%
ROE (skorygowane)	10,6%	8,9%	8,7%	2,7%	2,3%	4,3%
ROA	1,46%	1,32%	1,03%	0,33%	0,28%	0,53%
ROA (skorygowane)	1,46%	1,16%	1,06%	0,33%	0,28%	0,53%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	13,9%	85,2%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
F&C/Przychody ogółem	26,3%	24,1%	23,5%	24,1%	23,4%	23,3%
Efektywna stopa podatkowa	24,5%	21,2%	24,7%	32,8%	29,7%	26,6%
Kapitał/Aktywa	14,3%	12,2%	12,1%	12,3%	12,4%	12,2%
Kredyty/Depozyty	96,7%	91,9%	91,6%	89,9%	89,6%	90,9%
Kredyty/Aktywa	70,6%	66,8%	68,5%	67,7%	67,5%	68,4%
Tier I	15,3%	14,1%	15,2%	14,5%	14,4%	14,5%
CAR	16,7%	16,0%	17,1%	16,2%	16,1%	16,2%
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Rozwodniona liczba akcji (m)	99,3	100,7	102,1	102,1	102,1	102,1
EPS (PLN)	22,3	23,5	20,9	6,8	5,9	11,5
Skorygowany EPS (PLN)	22,3	20,7	21,6	6,8	5,9	11,5
BVPS (PLN)	220,5	245,9	249,1	255,9	261,8	270,3
DPS* (PLN)	3,1	19,7	0,0	0,0	3,0	5,7
DY* (%)	2,0%	12,4%	0,0%	0,0%	1,9%	3,6%
P/E (x)	7,1	6,8	7,6	23,4	26,7	13,8
Skorygowane P/E (x)	7,1	7,7	7,3	23,4	26,7	13,8
P/BV (x)	0,72	0,65	0,64	0,62	0,61	0,59
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	11%	9%	15%	-5%	2%	6%
F&C	5%	2%	3%	-3%	-2%	5%
Przychody ogółem	3%	11%	6%	-5%	1%	6%
Koszty	1%	10%	13%	2%	1%	4%
Saldo rezerw	-12%	57%	12%	104%	10%	-15%
Zysk netto	2%	7%	-10%	-68%	-12%	93%
Skorygowany zysk netto	15%	-6%	6%	-69%	-12%	93%
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	5%	27%	4%	0%	1%	6%
Depozyty	-1%	34%	5%	2%	1%	5%
Aktywa	2%	35%	2%	2%	1%	5%

\* Z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

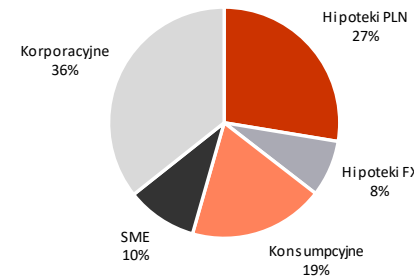
### Santander Bank Polska - Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



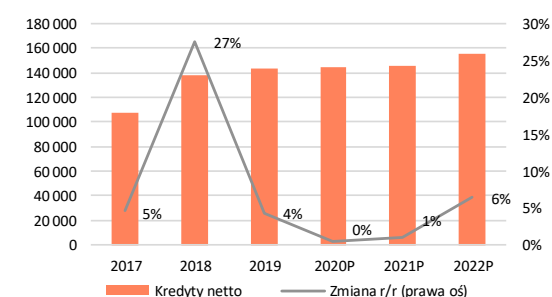
### Santander Bank Polska - NIM i koszty ryzyka (%)



### Santander Bank Polska - Struktura portfela kredytów (%)



### Santander Bank Polska - Kredyty netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)



### Kluczowe ryzyka:

Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko dot. portfela walutowych kredytów hipotecznych, 4) ryzyko systemowe związane z Idea Bankiem oraz Getin Noble Bankiem, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji szczególnie ze strony instytucji pozabankowych.

Dodatkowo, szczególnie dla Santandera widzimy następujące ryzyka: 1) istotny wzrost liczby pozwów skutkujący wzrostem rezerw na walutowe kredyty hipoteczne 2) większy od oczekiwanego wzrost kosztów ryzyka, 3) ryzyko mniejszych niż zakładane realizowanych synergii po połączeniu z Core DBPL, 4) ryzyko wolniejszego wzrostu wolumenów kredytowych, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.

## Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji banku Santander Bank Polska dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Przyjmując 90% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 10% dla modelu ROE-P/BV otrzymujemy wycenę Santander na dzień 21.04.2020 r. na poziomie PLN 145 za akcję, co oznacza 9% potencjał spadku.

### Podsumowanie wyceny

<b>Model ROE-P/BV</b>	<b>149,9</b>
Waga (%)	10%
<b>Model zdyskontowanych zysków rezydualnych</b>	<b>144,0</b>
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>145,0</b>
Cena bieżąca	158,7
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-9%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2019 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4.0%, Beta 1.0 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 9.0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 7,6%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę Santander na poziomie PLN 144 za akcję.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

### Model ROE-P/BV

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021E implikuje wycenę Santander na poziomie PLN 149,9 na akcję.

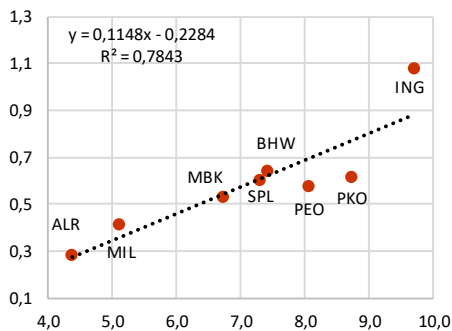
Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników takich jak m.in. wypłacana dywidenda, ryzyko portfela kredytowego (CHF), ocena Zarządu banku, czy współczynniki kapitałowe.

## Podsumowanie wyceny

	MC (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
PKO BP	27 700	8,8	7,4	0,62	0,59	8,7%	10,1%
Pekao	14 400	8,9	7,3	0,58	0,56	8,1%	8,8%
<b>Santander</b>	<b>16 200</b>	<b>10,2</b>	<b>8,3</b>	<b>0,61</b>	<b>0,59</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,3%</b>
mBank	9 220	7,7	6,8	0,53	0,50	6,7%	6,5%
ING BSK	17 400	12,5	11,0	1,08	1,02	9,7%	10,3%
Handlowy	4 760	9,3	8,7	0,64	0,63	7,4%	7,5%
Millennium	3 650	7,9	5,5	0,41	0,40	5,1%	10,7%
Alior Bank	1 960	10,6	4,9	0,29	0,27	4,4%	7,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>0,59</b>	<b>0,58</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,2%</b>
Santander premia/dyskonto do mediana		12%	13%	2%	2%		

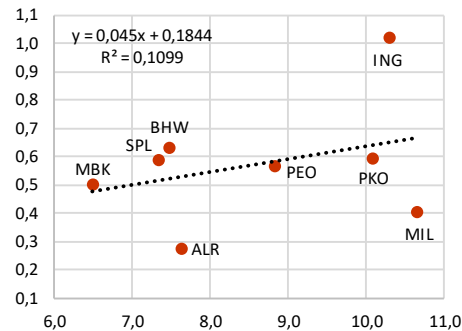
Źródło: Konsensus Bloomberg

### Model regresji ROE-P/BV na 2020E



Źródło: BDM S.A.

### Model regresji ROE-P/BV na 2021E



Źródło: BDM S.A.

### PODSUMOWANIE WYCENY:

Na akcję (PLN)	
Model ROE-P/BV	149,9
Waga (%)	10%
Model zdysk. zysków rez. (PLN)	144,0
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>145,0</b>
Cena bieżąca	158,7
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-8,6%</b>

### Model ROE-P/BV:

Równania regresji:  
 2020P P/BV = 0,1148\*ROE-0,2284  
 2021P P/BV = 0,045\*ROE+0,1844

Wagi:  
 2020P 80%  
 2021P 20%

### Wycena

Wartość godziwa (PLNm) 14 875  
 Wycena akcję (PLN) 149,9  
 Potencjał wzrostu/spadku -5,5%

Model zdysk. zysków rezydualnych	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Terminal
Zysk netto (PLNm)	2 138	692	607	1 172	1 231	1 292	1 331
Zmiana r/r (%)		-68%	-12%	93%	5%	5%	3%
Kapitał własny (PLNm)	25 432	26 124	26 731	27 599	28 244	29 044	29 858
Wskaźnik wypłaty dyw.	0%	0%	50%	50%	40%	40%	61%
ROE (%)	8,5%	2,7%	2,3%	4,3%	4,4%	4,5%	7,6%
COE (%)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-0,5%	-6,3%	-6,7%	-4,7%	-4,6%	-4,5%	-1,4%
Zdysk. zysk rezydualny		-1 605	-1 602	-1 056	-976	-898	-4 799
Stopa wzrostu (g) (%)		3,0%					
Wartość bieżąca ZZR		-6 137					
Zdysk. wartość rez.		-4 799					
Kapitał własny 2019		25 432					
Wartość godziwa		14 496					
Liczba akcji (mln)		101					
<b>WG na akcję (PLN)</b>		<b>144,0</b>					
Cena rynkowa (PLN)		158,7					
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>		<b>-9%</b>					

COE (%)	Long term ROE (%)		
	7,1%	7,6%	8,1%
8,5%	144,0	144,0	163,0
9,0%	144,0	<b>144,0</b>	163,0
9,5%	127,0	127,0	144,0

Źródło: BDM S.A.

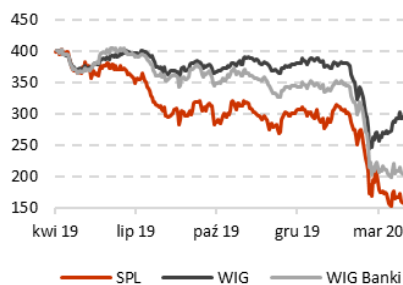
### Model zdyskontowanych zysków rez.:

- Beta 1,0  
 - Stopa wolna od ryzyka (%) 4,00%  
 - Premia za ryzyko (%) 5,00%  
 - Stopa wzrostu (g) (%) 3,0%  
 - ROE w długim terminie (%) 7,6%

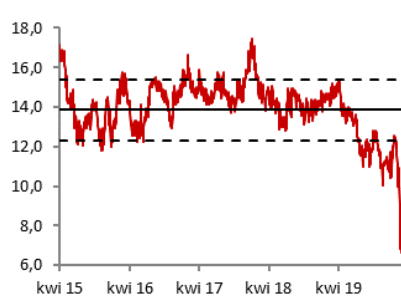
### Wycena:

Wartość godziwa (PLNm) 14 496  
 Wycena akcję (PLN) 144,0  
 Potencjał wzrostu/spadku -9,3%

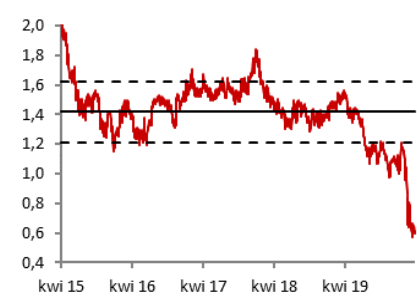
### Santander Bank Polska - relatywny kurs akcji (12M)



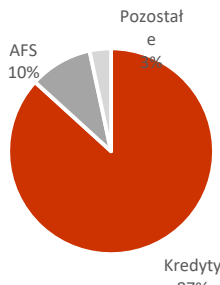
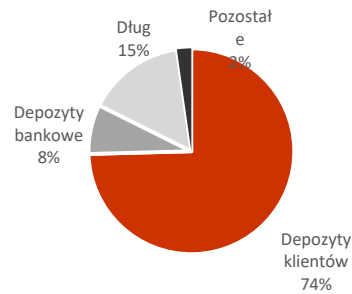
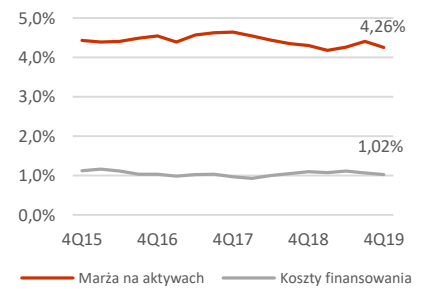
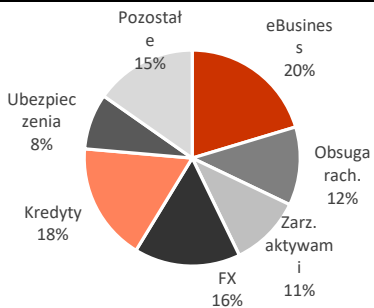
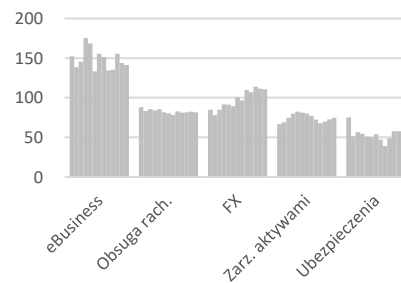
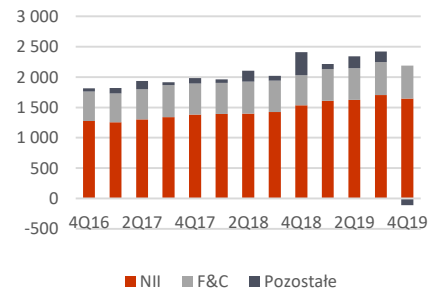
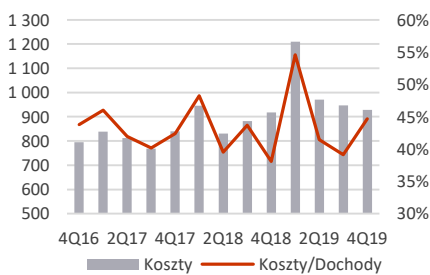
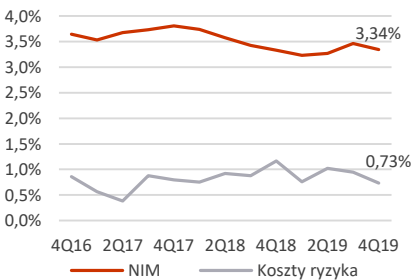
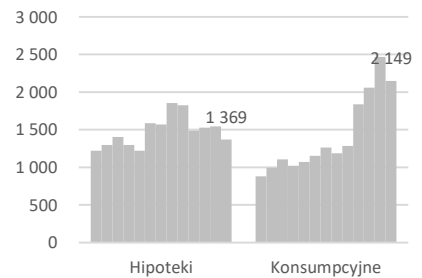
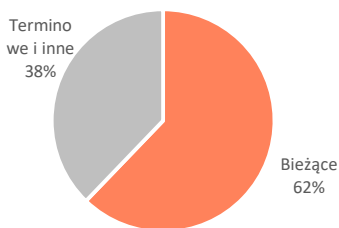
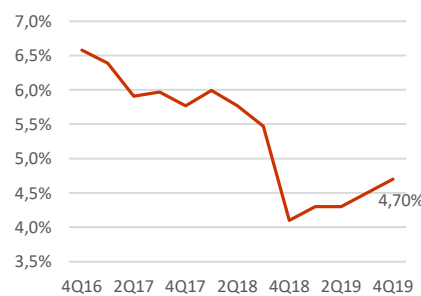
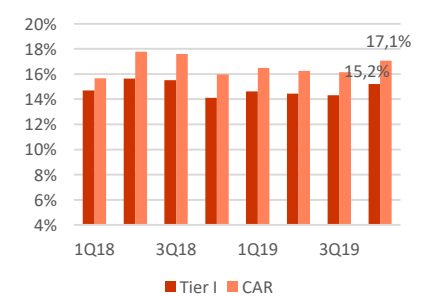
### Santander Bank Polska - 1YF P/E, 5Y



### Santander Bank Polska - 1YF P/BV, 5Y



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

**Dane finansowe i operacyjne na wykresach**
**Struktura przychodów odsetkowych, 4Q19 (%)**

**Struktura kosztów odsetkowych, 4Q19 (%)**

**Marża na aktywach i koszty finansowania, (%)**

**Struktura przychodów prowizyjnych, 4Q19 (%)**

**Przychody prowizyjne (mln PLN)**

**Struktura przychodów ogółem (mln PLN)**

**Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody (%)**

**NIM i koszty ryzyka (%)**

**Sprzedż kredytów, 4Q16-4Q19 (mln PLN)**

**Struktura depozytów, 4Q19 (%)**

**Wskaźnik NPL (%)**

**Wskaźnik Tier I oraz CAR (%)**


Źródło: Dane spółki, BDM S.A.



## SPRZEDAJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 179,0 PLN

21 KWIETNIA 2020, 08:00 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla mBanku od zalecenia Sprzedaż z ceną docelową PLN 179/akcję. Od początku roku kurs akcji banku spadł 44% wobec 41% spadku indeksu WIG-Banki. O ile w naszym przekonaniu mBank pozytywnie wyróżnia się na tle sektora m.in. pod względem innowacyjności, nie jest w stanie trwale generować ROE powyżej kosztu kapitału. Ze względu na niską rentowność nadchodzący kryzys może spowodować istotny spadek wyników, a możliwości absorpcji wzrostu rezerw są ograniczone. Czynnikiem ryzyka pozostaje wysoka ekspozycja banku na walutowe kredyty hipoteczne.

**Commerzbank odłoży w czasie sprzedaż mBanku?** W połowie lutego Zarząd Commerzbanku poinformował, że podtrzymuje zamiar sprzedaży banku, ale tylko, gdy uzyskana cena będzie „właściwa”. Biorąc pod uwagę silny spadek kursu akcji, wysokie ryzyko prowadzenia działalności oraz niskie zainteresowanie kupujących, uważamy, że proces sprzedaży mBanku zostanie odłożony w czasie.

**Rentowność poniżej kosztu kapitału...** O ile w naszym przekonaniu mBank przewyższa inne banki po względem innowacyjności oferty produktowej, czy procesów mobilnych, nie jest w stanie generować zwrotu na kapitale trwale powyżej kosztu kapitału. W 2019 ROE banku wyniosło 6,4% wobec średniej z ostatnich 5 lat na poziomie 8,8%.

**...powoduje relatywnie niskie możliwości absorpcji wzrostu kosztów ryzyka.** W naszych prognozach zakładamy, że koszty ryzyka w mBanku wzrosną w 2020 r. o 122% r/r. Szacujemy jednak, że - przy uwzględnieniu pozostałych założeń - wzrost CoR o „zaledwie” c. 200% r/r spowodowałby w 2020 r. stratę netto.

**Zakładamy 65% r/r spadek zysku netto w 2020 r.** Ze względu na obniżki stóp procentowych, rosnące rezerwy oraz pozostałe implikacje spowolnienia gospodarczego spodziewamy się że zysk netto mBanku spadnie w 2020 r. o -65% r/r oraz o -7% r/r w 2021r. Nasze prognozy są 70/76% poniżej konsensusu.

**Mała rezerwa na „duże” TSUE.** Na koniec 2019 r. rezerwy banku dot. walutowych kredytów hipotecznych wynosiły PLN 479m. O ile w stosunku do wartości portfela (3%) rezerwy wydają się wysokie, zwracamy uwagę, że stanowią one zaledwie 60% wartości roszczeń, a średnio 1/16 klientów występuje na drogę sądową, co stwarza ryzyko dalszego wysokiego wzrostu rezerw z tego tytułu.

**Wycena wciąż wymagająca.** Na naszych prognozach mBank jest wyceniany na 0,6x P/BV, co oznacza odpowiednio 48/49% dyskonto do 3/5-o letniej średniej.

## mBank – Wybrane dane, 2017-2022E

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	1 092	1 303	1 010	354	331	604
Zmiana r/r (%)	-10%	19%	-22%	-65%	-7%	82%
Skor. zysk netto (PLNm)	1 092	1 126	1 321	354	331	604
Zmiana r/r (%)	10%	3%	17%	-73%	-7%	82%
ROE (%)	8,0%	8,8%	6,4%	2,2%	2,0%	3,5%
P/E (x) skorygowane	8,6	8,4	7,1	26,7	28,5	15,6
P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
DPS* (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	5,7
DY* (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	2,6%

\* Z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

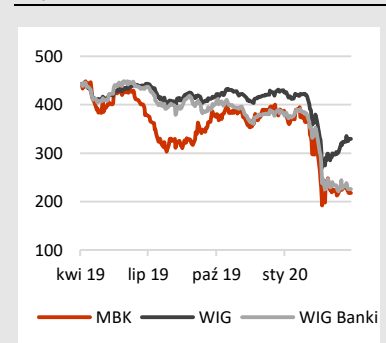
## Podstawowe dane

Rekomendacja	Sprzedaż
Cena docelowa [PLN]	179,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-20%
Kapitalizacja [PLNm]	9,220
Min (52) [PLN]	186,5
Max (52) [PLN]	450,4
Liczba akcji [mln. szt.]	42,4
Stopa zwrotu za 3 mc	-43,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-42,0%
Stopa zwrotu YTD	-44,1%

## Struktura akcjonariatu:

Commerzbank	69,3%
Pozostali	30,7%

## mBank vs. WIG vs. WIG Banki – relatywny kurs akcji



Michał Fidelus

michal.fidelus@bdm.pl

Tel. 666 073 972

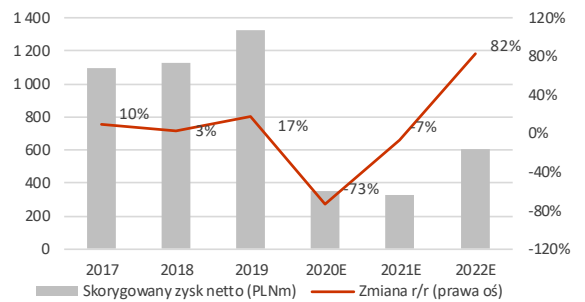
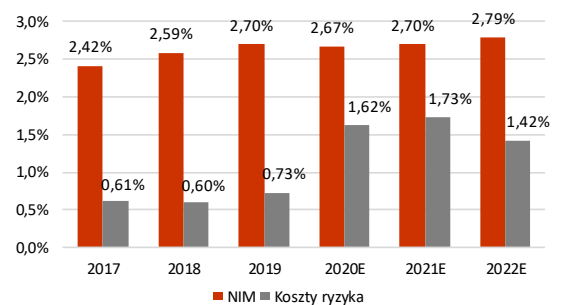
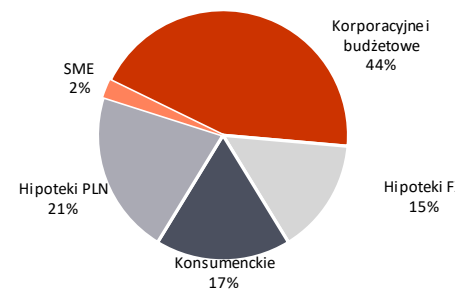
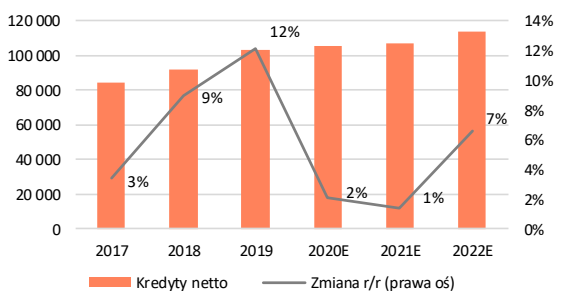
Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

**Wybrane dane finansowe**

Rachunek wyników (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	3 136	3 496	4 003	4 189	4 304	4 579
F&C	992	976	965	1 357	1 329	1 396
Pozostałe przychody	326	583	406	133	144	159
<b>Przychody ogółem</b>	<b>4 454</b>	<b>5 055</b>	<b>5 374</b>	<b>5 679</b>	<b>5 777</b>	<b>6 135</b>
Koszty osobowe	-903	-952	-1 019	-1 063	-1 075	-1 143
Koszty rzeczowe i amortyzacja	-1 140	-1 212	-1 310	-1 380	-1 426	-1 483
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-2 043</b>	<b>-2 164</b>	<b>-2 329</b>	<b>-2 444</b>	<b>-2 501</b>	<b>-2 626</b>
<b>EBIT przed rezerwami</b>	<b>2 410</b>	<b>2 728</b>	<b>2 726</b>	<b>2 936</b>	<b>2 887</b>	<b>3 002</b>
Saldo rezerw	-508	-528	-712	-1 689	-1 835	-1 567
Podatek bankowy	-375	-415	-459	-491	-500	-530
- Rezerwa portfelowa na FX	0	-3	-388	-300	-390	-507
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 528</b>	<b>1 787</b>	<b>1 555</b>	<b>756</b>	<b>552</b>	<b>905</b>
Podatek dochodowy	-433	-484	-545	-402	-221	-301
<b>Zysk netto</b>	<b>1 092</b>	<b>1 303</b>	<b>1 010</b>	<b>354</b>	<b>331</b>	<b>604</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>1 092</b>	<b>1 126</b>	<b>1 321</b>	<b>354</b>	<b>331</b>	<b>604</b>
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki w Banku Centralnym	7 385	9 199	7 897	8 371	8 873	9 405
Należności od banków	1 708	2 546	4 342	3 908	3 517	3 165
Aktywa finansowe	34 906	38 279	39 153	40 006	40 909	41 863
Kredyty netto	84 476	92 017	103 203	105 379	106 854	113 906
Rzeczowe aktywa trwałe	759	785	1 262	1 363	1 472	1 590
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>131 424</b>	<b>145 750</b>	<b>158 721</b>	<b>161 764</b>	<b>164 029</b>	<b>173 215</b>
Zobowiązania wobec banków	5 073	3 078	1 167	1 144	1 121	1 098
Depozyty	91 496	102 009	116 661	121 016	122 347	129 688
Pozostałe	20 563	25 447	24 739	22 805	23 431	24 827
Kapitał własny	14 289	15 214	16 151	16 798	17 129	17 600
<b>Zobowiązania i kapitał własny</b>	<b>131 424</b>	<b>145 750</b>	<b>158 721</b>	<b>161 764</b>	<b>164 029</b>	<b>173 215</b>
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM (na AIEA)	2,42%	2,59%	2,70%	2,67%	2,70%	2,79%
Koszty ryzyka	0,61%	0,60%	0,73%	1,62%	1,73%	1,42%
Koszty/Dochody	45,9%	44,2%	46,1%	45,4%	46,4%	46,7%
ROE (skorygowane)	8,0%	7,6%	8,4%	2,2%	2,0%	3,5%
ROE	8,0%	8,8%	6,4%	2,2%	2,0%	3,5%
ROA	0,82%	0,94%	0,66%	0,22%	0,20%	0,36%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	40,0%
Koszty/Średnie aktywa	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%
Efektywna stopa podatkowa	28,3%	27,1%	35,0%	53,1%	40,0%	33,3%
Kapitał/Aktywa	10,9%	10,4%	10,2%	10,4%	10,4%	10,2%
Kredyty/Depozyty	92,3%	90,2%	88,5%	87,1%	87,3%	87,8%
Tier I	18,3%	17,5%	16,5%	14,6%	14,2%	14,7%
CAR	21,0%	20,7%	19,5%	17,7%	17,3%	18,0%
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Rozwodniona liczba akcji (m)	42,3	42,3	42,3	42,4	42,4	42,4
EPS (PLN)	25,8	30,8	23,9	8,4	7,8	14,3
Skorygowany EPS (PLN)	25,8	26,6	31,2	8,4	7,8	14,3
BVPS (PLN)	337,7	359,4	381,4	396,6	404,4	415,6
DPS (PLN)*	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	5,7
DY (%)*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	2,6%
P/E (x)	8,6	7,2	9,3	26,7	28,5	15,6
Skorygowane P/E (x)	8,6	8,4	7,1	26,7	28,5	15,6
P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	11%	12%	14%	5%	3%	6%
F&C	9%	-2%	-1%	41%	-2%	5%
Przychody ogółem	4%	14%	6%	6%	2%	6%
Koszty	4%	6%	8%	5%	2%	5%
Saldo rezerw	39%	4%	35%	137%	9%	-15%
Zysk netto	-10%	19%	-22%	-65%	-7%	82%
Skorygowany zysk netto	10%	3%	17%	-73%	-7%	82%
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	3%	9%	12%	2%	1%	7%
Depozyty	0%	11%	14%	4%	1%	6%
Aktywa	-2%	11%	9%	2%	1%	6%

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**mBank - Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**mBank - NIM i koszty ryzyka (%)**

**mBank - Struktura portfela kredytów (%)**

**mBank - Kredyty netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**Kluczowe ryzyka:**

Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko dot. portfela walutowych kredytów hipotecznych, 4) ryzyko systemowe związane z IDA oraz GNB, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji. Dodatkowo, szczególnie dla mBanku widzimy następujące ryzyka: 1) istotny wzrost rezerw na walutowe kredyty hipoteczne 2) większy od oczekiwanego wzrost kosztów ryzyka, 3) ryzyko braku/nizszej dywidendy, 4) ryzyko wolniejszego wzrostu wolumenów kredytowych, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.

## Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji banku mBanku dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Przyjmując 90% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 10% dla modelu ROE-P/BV otrzymujemy wycenę mBanku na dzień 21.04.2020 r. na poziomie PLN 179 za akcję, co oznacza 20% potencjał spadku.

### Podsumowanie wyceny

<b>Model ROE-P/BV</b>	<b>212,0</b>
Waga (%)	10%
<b>Model zdyskontowanych zysków rezydualnych</b>	<b>175,0</b>
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>179,0</b>
Cena bieżąca	223,0
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-19,7%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2019 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4.0%, Beta 1.2 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 10,0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 7,5%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę mBanku na poziomie PLN 175,0 za akcję.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

### Model ROE-P/BV

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021E implikuje wycenę mBanku na poziomie PLN 212,0 na akcję.

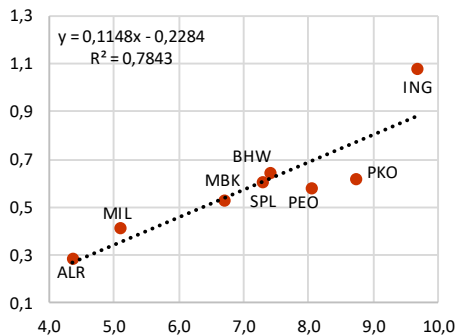
Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników takich jak m.in. wypłacana dywidenda, ryzyko portfela kredytowego (CHF), ocena Zarządu banku, czy współczynniki kapitałowe.

## Podsumowanie wyceny

	MC (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
PKO BP	27 700	8,8	7,4	0,62	0,59	8,7%	10,1%
Pekao	14 400	8,9	7,3	0,58	0,56	8,1%	8,8%
Santander	16 200	10,2	8,3	0,61	0,59	7,3%	7,3%
<b>mBank</b>	<b>9 220</b>	<b>7,7</b>	<b>6,8</b>	<b>0,53</b>	<b>0,50</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>
ING BSK	17 400	12,5	11,0	1,08	1,02	9,7%	10,3%
Handlowy	4 760	9,3	8,7	0,64	0,63	7,4%	7,5%
Millennium	3 650	7,9	5,5	0,41	0,40	5,1%	10,7%
Alior Bank	1 960	10,6	4,9	0,29	0,27	4,4%	7,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>0,59</b>	<b>0,58</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,2%</b>
mBank premia/dyskonto do mediany		-15%	-8%	-10%	-13%		

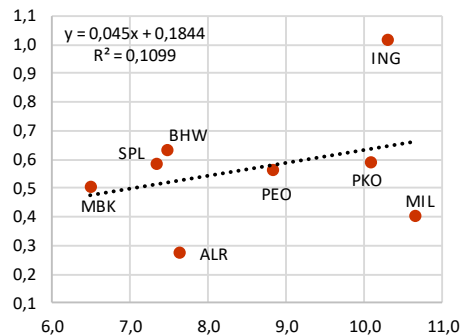
Źródło: Konsensus Bloomberg

### Model regresji ROE-P/BV na 2020P



Źródło: BDM

### Model regresji ROE-P/BV na 2021P



Źródło: BDM

### PODSUMOWANIE WYCENY:

Na akcję (PLN)	
Model ROE-P/BV	212,0
Waga (%)	10%
Model zdysk. zysków rez. yd.	175,0
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>179,0</b>
Cena bieżąca	223,0
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-19,7%</b>

### Model ROE-P/BV:

Równania regresji:  
 2020P P/BV = 0,1148\*ROE-0,2284  
 2021P P/BV = 0,045\*ROE+0,1844

Wagi:

2020P	80%
2021P	20%

### Wycena

Wartość godziwa (PLNm)	8 945
Wycena akcji (PLN)	212,0
Potencjał wzrostu/spadku (	-4,9%

Model zdysk. zysków rezidualnych	2019	2020E	2021E	2022E	2021E	2022E	Terminal
Zysk netto (PLNm)	1 010	354	331	604	634	666	686
Zmiana r/r (%)		-65%	-7%	82%	5%	5%	3%
Kapitał własny (PLNm)	16 151	16 798	17 129	17 600	17 993	18 405	18 824
Wskaźnik wypłaty dyw.	0%	0%	40%	40%	40%	40%	60%
ROE (%)	6,4%	2,2%	2,0%	3,5%	3,6%	3,7%	7,5%
COE (%)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-3,6%	-7,8%	-8,0%	-6,5%	-6,4%	-6,3%	-2,5%
Zdysk. zysk rezidualny	0	-1 185	-1 137	-858	-789	-722	-4 078
Stopa wzrostu (g) (%)		3%					
Wartość bieżąca ZZR		-4 691					
Zdysk. wartość rez.		-4 078					
Kapitał własny 2019		16 151					
Wartość godziwa		7 383					
Liczba akcji (mln)		42					
<b>WG na akcję (PLN)</b>		<b>175,0</b>					
Cena rynkowa (PLN)		223,0					
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>		<b>-22%</b>					

### Model zdyskontowanych zysków rez.:

- Beta	1,20
- Stopa wolna od ryzyka (%)	4,00%
- Premia za ryzyko (%)	5,00%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	7,5%

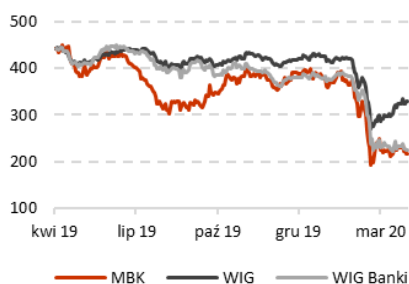
### Wycena:

Wartość godziwa (PLNm)	7 383
Wycena akcji (PLN)	175,0
Potencjał wzrostu/spadku (	-22%

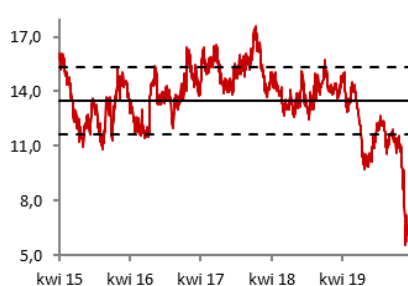
COE (%)	Długoterminowe ROE (%)		
	7,0%	7,5%	8,0%
9,5%	171,0	193,0	215,0
10,0%	155,0	175,0	194,0
10,5%	141,0	159,0	177,0

Source: Vestor DM

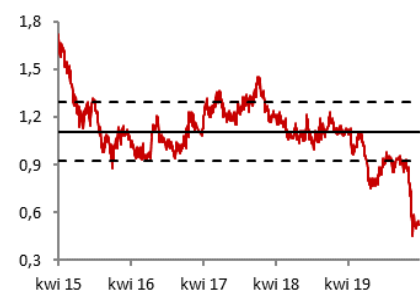
### mBank - relatywny kurs akcji (12M)



### mBank - 1YF P/E, 5Y



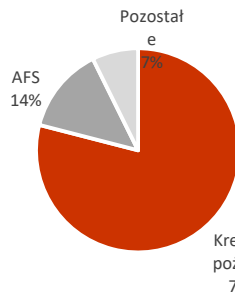
### mBank - 1YF P/BV, 5Y



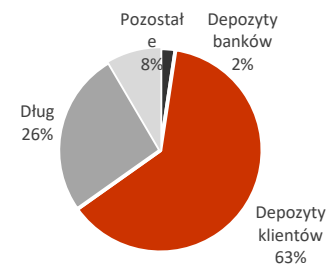
Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

## Dane finansowe i operacyjne na wykresach

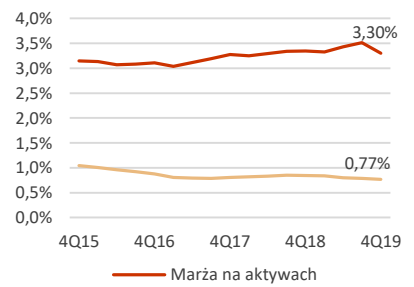
**Struktura przychodów odsetkowych, 4Q19 (%)**



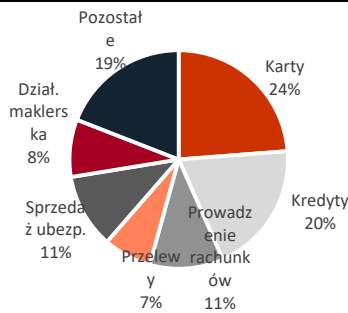
**Struktura kosztów odsetkowych, 4Q19 (%)**



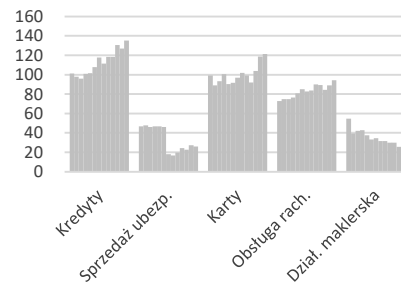
**Marża na aktywach i koszty finansowania, (%)**



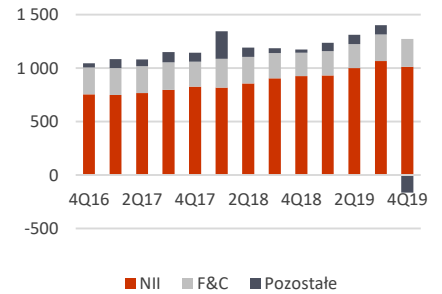
**Struktura przychodów prowizyjnych, 4Q19 (%)**



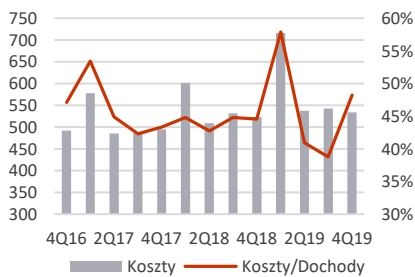
**Przychody prowizyjne (mln PLN)**



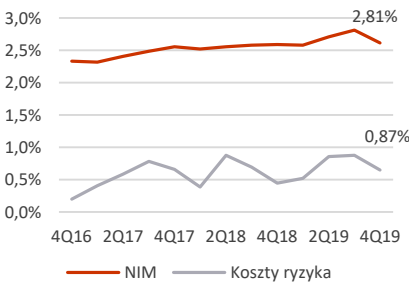
**Struktura przychodów ogółem (mln PLN)**



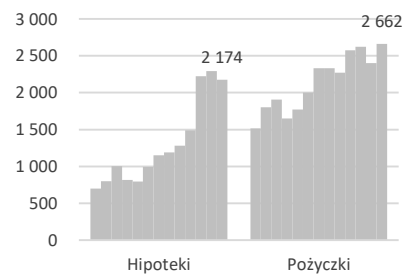
**Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody (%)**



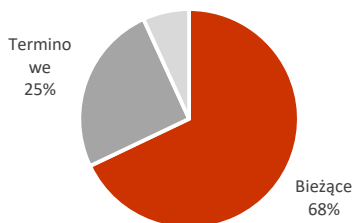
**NIM i koszty ryzyka (%)**



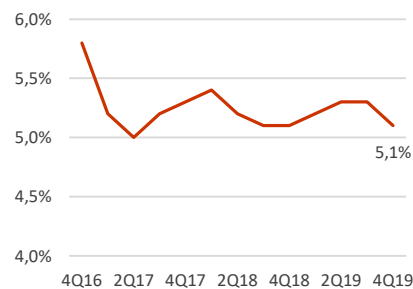
**Sprzedaż kredytów, 4Q16-4Q19 (mln PLN)**



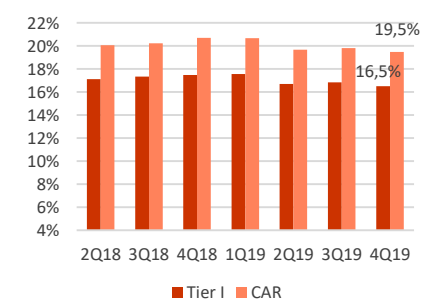
**Struktura depozytów, 4Q19 (%)**



**Wskaźnik NPL (%)**



**Wskaźnik Tier I oraz CAR (%)**



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.



Dom Maklerski BDM S.A.

# MILLENNIUM

## RAPORT ANALITYCZNY

# REDUKUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

**WYCENA 2,80 PLN**

21 KWIETNIA 2020, 08:00 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Millennium od zalecenia Redukuj z ceną docelową PLN 2,80/akcję. Po rozpoczęciu konsolidacji Eurobanku i poniesionych kosztach integracji, 2020 r. miał przynieść istotne synergie oraz znaczący wzrost wyników. Ze względu jednak na m.in. obniżki stóp procentowych oraz wzrost kosztów ryzyka, oczekujemy, że w 2020 r. zysk netto banku spadnie -69% r/r. Zwracamy również uwagę na ryzyko wzrostu rezerw na „duże” TSUE oraz relatywnie niską podatność banku na wyższy – niż zakładany - wzrost kosztów ryzyka. Pomimo silnego spadku kursu akcji (-49% vs. -41% spadek indeksu WIG-Banki) uważamy, że obecna wycena na 0,4x P/BV nie odzwierciedla w pełni czynników ryzyka.

**Słabsze efekty przejścia Eurobanku.** W czerwcu 2019 r. Millennium rozpoczął konsolidację Eurobanku. Koszty integracji wyniosły PLN 116m, ale już od 2020 r. bank miał korzystać z rosnących synergii. Nadchodzące spowolnienie gospodarcze powoduje jednak, że dalszy proces integracji będzie znacznie trudniejszy, a zakładane wcześniej synergie mogą okazać się istotnie niższe.

**150% r/r wzrost salda rezerw spowoduje stratę netto w 2020 r.** W naszych prognozach zakładamy, że koszty ryzyka w Millennium wzrosną w 2020 r. o 87% r/r (do 127bp vs. 68bp w 2019 r. oraz 43bp w 2018 r.). Zwracamy jednak uwagę, że – przy niezmiennych pozostałych założeniach – wzrost kosztów ryzyka o „zaledwie” c. 150% r/r spowodowałby w 2020 r. stratę netto.

**Oczekujemy 69% r/r spadku zysku netto w 2020 r.** Ze względu na obniżkę stóp procentowych, istotny wzrost salda rezerw oraz szereg innych implikacji jakie niesie ze sobą silne spowolnienie gospodarcze, oczekujemy, że zysk netto Millennium spadnie w 2020 r. o -69% r/r, po czym wzrośnie w 2021 r. o 62% r/r. Nasze prognozy są odpowiednio 60/58% poniżej obecnego konsensusu.

**Ryzyko wzrostu rezerw na „duże” TSUE.** Na koniec 2019 r. rezerwy banku dot. hipotecznych kredytów FX wynosiły PLN 223m. Biorąc pod uwagę wysoką pozwogienność (co 11-ty klient występuje na drogę sądową) oraz relatywnie niską wartość rezerwy w stosunku do wartości postępowań sądowych (42%) widzimy ryzyko dalszego, znaczącego wzrostu rezerw z tego tytułu.

**Wycena nie uwzględnia wszystkich czynników ryzyka.** Na naszych prognozach Millennium jest wyceniany na 0,4x P/BV, co oznacza odpowiednio 63/62% dyskonto do 3/5-o letniej średniej. Biorąc pod uwagę 1) bardzo znaczące osłabienie wyników, 2) niską możliwość „absorpcji” wzrostu kosztów ryzyka oraz 3) ryzyko istotnego wzrostu rezerw na walutowe kredyty hipoteczne (na co negatywny wpływ mieć może również osłabienie PLN), obecną wycenę banku uważamy za wymagającą.

### Millennium – Wybrane dane, 2017-2022P

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto (PLNm)	681	761	561	172	279	611
Zmiana r/r (%)	-3%	12%	-26%	-69%	62%	119%
Skor. zysk netto (PLNm)	629	761	587	182	279	611
Zmiana r/r (%)	21%	21%	-23%	-69%	54%	119%
ROE skorygowane (%)	8,6%	9,4%	6,8%	2,0%	3,0%	6,4%
P/E (x) skorygowane	5,8	4,8	6,2	20,1	13,1	6,0
P/BV (x)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS* (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
DY* (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	3,1%	6,7%

\* Z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

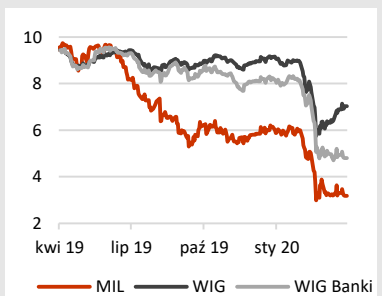
### Podstawowe dane

	Redukuj
Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	2,80
Potencjał do wzrostu / spadku	-7,0%
Kapitalizacja [PLNm]	3,650
Min (52) [PLN]	2,91
Max (52) [PLN]	9,75
Liczba akcji [mln. szt.]	1,213
Stopa zwrotu za 3 mc	-50,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-51,5%
Stopa zwrotu YTD	-48,6%

### Struktura akcjonariatu:

BCP	50,1%
OFE NN	8,2%
OFE Aviva	6,3%
Pozostali	35,4%

### Millennium Bank vs. WIG vs. WIG Banki – relatywny kurs akcji



Michał Fidelus

michal.fidelus@bdm.pl

Tell. 666 073 972

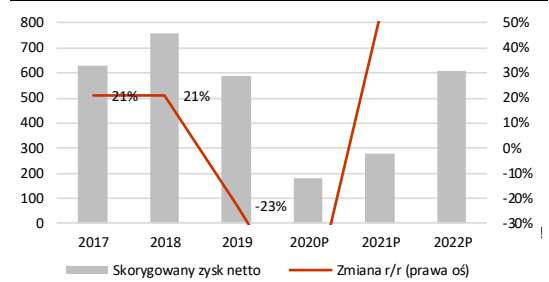
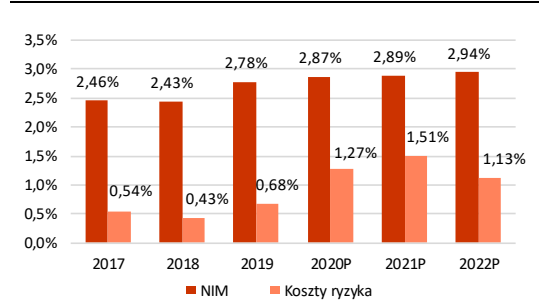
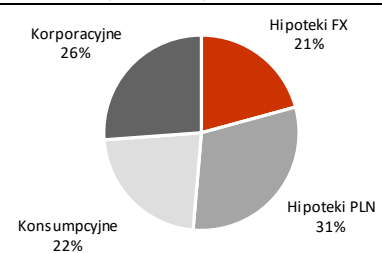
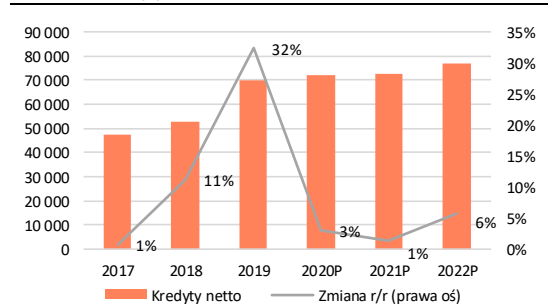
Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

**Wybrane dane finansowe**

Rachunek wyników (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	1 696	1 817	2 437	2 795	2 883	3 035
F&C	664	661	699	713	698	770
Pozostałe przychody	209	229	89	237	239	239
<b>Przychody ogółem</b>	<b>2 569</b>	<b>2 708</b>	<b>3 225</b>	<b>3 533</b>	<b>3 820</b>	<b>4 044</b>
<b>Koszty</b>	<b>-1 200</b>	<b>-1 268</b>	<b>-1 726</b>	<b>-1 980</b>	<b>-1 937</b>	<b>-1 953</b>
<b>EBIT przed rezerwami</b>	<b>1 369</b>	<b>1 440</b>	<b>1 499</b>	<b>1 553</b>	<b>1 883</b>	<b>2 092</b>
Saldo rezerw	-255	-217	-416	-900	-1 093	-848
Podatek bankowy	-188	-198	-248	-294	-300	-316
- Rezerwa portfelowa na FX	0	0	-223	-211	-275	-357
<b>Zysk brutto</b>	<b>925</b>	<b>1 025</b>	<b>835</b>	<b>359</b>	<b>490</b>	<b>927</b>
Podatek dochodowy	-244	-264	-275	-187	-210	-317
<b>Zysk netto</b>	<b>681</b>	<b>761</b>	<b>561</b>	<b>172</b>	<b>279</b>	<b>611</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>629</b>	<b>761</b>	<b>587</b>	<b>182</b>	<b>279</b>	<b>611</b>
Bilans (PLNm)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Środki w Banku Centralnym	2 080	2 450	2 203	2 270	2 338	2 408
Należności od banków	254	1 026	1 038	1 069	1 101	1 134
Aktywa finansowe	20 484	23 054	22 900	23 362	24 277	25 263
Kredyty netto	47 411	52 712	69 755	71 848	72 853	77 079
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>71 141</b>	<b>80 459</b>	<b>98 056</b>	<b>100 421</b>	<b>102 530</b>	<b>108 067</b>
Zobowiązania wobec banków	2 353	1 789	1 579	1 737	1 773	1 869
Depozyty	57 273	66 244	81 455	84 754	86 025	91 359
Kapitał własny	7 773	8 384	8 942	9 123	9 360	9 859
<b>Zobowiązania i kapitał własny</b>	<b>71 141</b>	<b>80 459</b>	<b>98 056</b>	<b>100 421</b>	<b>102 530</b>	<b>108 067</b>
Kluczowe wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NIM (na AIEA)	2,46%	2,43%	2,78%	2,87%	2,89%	2,94%
Koszty ryzyka	0,54%	0,43%	0,68%	1,27%	1,51%	1,13%
Koszty/Dochody	46,7%	46,8%	53,5%	56,0%	50,7%	48,3%
ROE (skorygowane)	8,6%	9,4%	6,8%	2,0%	3,0%	6,4%
ROA (skorygowane)	0,9%	1,0%	0,7%	0,2%	0,3%	0,6%
ROTE	9,3%	9,5%	6,9%	2,1%	3,1%	6,6%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	40,0%	40,0%
F&C/Przychody ogółem	26,4%	25,8%	21,7%	20,2%	18,3%	19,0%
F&C/Depozyty	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Koszty/Średnie aktywa	1,7%	1,7%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%
Efektywna stopa podatkowa	26,4%	25,8%	32,9%	52,1%	42,9%	34,1%
Kapitał/Aktywa	10,9%	10,4%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Kredyty/Depozyty	82,8%	79,6%	85,6%	84,8%	84,7%	84,4%
Kredyty/Aktywa	66,6%	65,5%	71,1%	71,5%	71,1%	71,3%
IEA/Aktywa	98,7%	98,5%	97,8%	98,5%	98,1%	98,0%
Tier I	20,0%	19,8%	16,9%	14,4%	14,1%	14,0%
CAR	22,0%	21,7%	20,1%	18,0%	18,3%	19,3%
Pozostałe dane	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Rozwodniona liczba akcji (m)	1 213	1 213	1 213	1 213	1 213	1 213
Skorygowany EPS (PLN)	0,5	0,6	0,5	0,1	0,2	0,5
BVPS (PLN)	6,4	6,9	7,4	7,5	7,7	8,1
DPS (PLN)*	0,00	0,00	0,00	0,04	0,09	0,20
DY (%)*	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	3,1%	6,7%
P/E (x)	5,8	4,8	6,2	20,1	13,1	6,0
P/BV (x)	0,47	0,44	0,41	0,40	0,39	0,37
P&L - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
NII	13%	7%	34%	15%	3%	5%
F&C	14%	0%	6%	2%	-2%	10%
Przychody ogółem	4%	5%	19%	10%	8%	6%
Koszty	8%	6%	36%	15%	-2%	1%
Saldo rezerw	10%	-15%	92%	117%	21%	-22%
Zysk netto	-3%	12%	-26%	-69%	62%	119%
Skorygowany zysk netto	21%	21%	-23%	-69%	54%	119%
Bilans - zmiana r/r (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Kredyty netto	1%	11%	32%	3%	1%	6%
Depozyty	3%	16%	23%	4%	1%	6%
Aktywa	3%	13%	22%	2%	2%	5%

Źródło: DM BDM, dane spółki

**Millennium - Zysk netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**Millennium - NIM i koszty ryzyka (%)**

**Millennium - Struktura portfela kredytów (%)**

**Millennium - Kredyty netto (PLNm) oraz zmiana r/r (%)**

**Kluczowe ryzyka:**

Widzimy następujące ryzyka dla sektora bankowego w Polsce: 1) ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego, 2) ryzyko znaczącego pogorszenia jakości aktywów, 3) ryzyko dot. portfela walutowych kredytów hipotecznych, 4) ryzyko systemowe związane z Idea Bankiem oraz Getin Noble Bankiem, 5) ryzyko wprowadzenia nowych regulacji, 6) ryzyko obniżenia stóp procentowych, 7) ryzyko konkurencji szczególnie ze strony instytucji pozabankowych.

Dodatkowo, szczególnie dla Millennium Banku widzimy następujące ryzyka: 1) istotny wzrost liczby pozwów skutkujący wzrostem rezerw na walutowe kredyty hipoteczne, 2) ryzyko mniejszych synergii i wyższych kosztów połączenia z Eurobankiem, 3) ryzyko wyższych niż zakładane kosztów ryzyka, 4) ryzyko wolniejszego wzrostu wolumenów kredytowych, 5) ryzyko utraty kluczowego personelu.

## Podsumowanie wyceny

Wyceny akcji banku Millennium dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz model ROE-P/BV względem największych banków notowanych na GPW. Przyjmując 90% wagę dla modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 10% dla modelu ROE-P/BV otrzymujemy wycenę Millennium na 21.04.2020 r. na poziomie PLN 2,80 za akcję, co oznacza 7% potencjał spadku.

### Podsumowanie wyceny

<b>Model ROE-P/BV</b>	<b>3,20</b>
Waga (%)	10%
<b>Model zdyskontowanych zysków rezydualnych</b>	<b>2,80</b>
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>2,80</b>
Cena bieżąca	3,01
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-7%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2019 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4.0%, Beta 1.25 oraz premię za ryzyko 5.0%, co implikuje koszt kapitału własnego na poziomie 10.3%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0% oraz długoterminową rentowność kapitałów własnych na poziomie 7,0%. Przy tych założeniach metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wycenę Millennium na poziomie PLN 2,80 za akcję.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność banków. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w kapitale własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

### Model ROE-P/BV

Model ROE-P/BV na lata 2020-2021E implikuje wycenę Millennium na poziomie PLN 3,20 na akcję.

Najważniejszą zaletą modelu ROE-P/BV jest uwzględnienie zależności pomiędzy wyceną opartą na wartości księgowej oraz rentownością kapitałów własnych (ROE) banku. Ta zależność jest jednak jednocześnie pewnym uproszczeniem, ponieważ na wycenę banku wpływa nie tylko zwrot na kapitale własnym ale także szereg innych, dodatkowych czynników takich jak m.in. wypłacana dywidenda, ryzyko portfela kredytowego (CHF), ocena Zarządu banku, czy współczynniki kapitałowe.

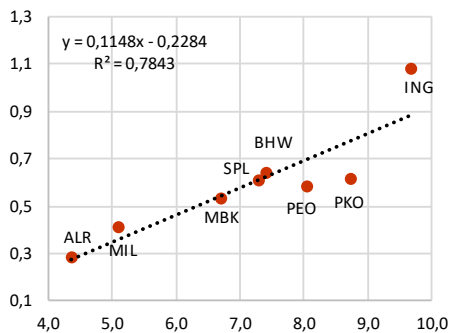


## Podsumowanie wyceny

	MC (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
		2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
PKO BP	27 700	8,8	7,4	0,62	0,59	8,7%	10,1%
Pekao	14 400	8,9	7,3	0,58	0,56	8,1%	8,8%
Santander	16 200	10,2	8,3	0,61	0,59	7,3%	7,3%
mBank	9 220	7,7	6,8	0,53	0,50	6,7%	6,5%
ING BSK	17 400	12,5	11,0	1,08	1,02	9,7%	10,3%
Handlowy	4 760	9,3	8,7	0,64	0,63	7,4%	7,5%
<b>Millennium</b>	<b>3 650</b>	<b>7,9</b>	<b>5,5</b>	<b>0,41</b>	<b>0,40</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,7%</b>
Alior Bank	1 960	10,6	4,9	0,29	0,27	4,4%	7,6%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>0,59</b>	<b>0,58</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,2%</b>
Millennium premia/dyskonto do mediany		-13%	-26%	-30%	-30%		

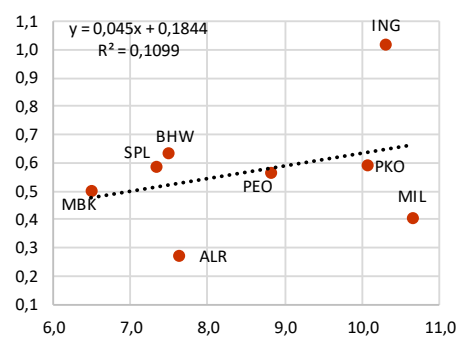
Źródło: Konsensus Bloomberg

### Model regresji ROE-P/BV na 2020P



Źródło: BDM

### Model regresji ROE-P/BV na 2021P



Źródło: BDM

### PODSUMOWANIE WYCENY:

Na akcję (PLN)	
Model ROE-P/BV	3,2
Waga (%)	10%
Model zysk. zysków rez. yd.	2,8
Waga (%)	90%
<b>Cena docelowa</b>	<b>2,8</b>
Cena bieżąca	3,0
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-7,0%</b>

### Model ROE-P/BV:

Równania regresji:  
 2020P P/BV = 0,1148\*ROE-0,2284  
 2021P P/BV = 0,045\*ROE+0,1844

Wagi:	
2020P	80%
2021P	20%

### Wycena

Wartość godziwa (PLNm)	3 858
Wycena akcję (PLN)	3,2
Potencjał wzrostu/spadku	5,6%

Model zysk. zysków rezidualnych	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal
Zysk netto (PLNm)	561	172	279	611	641	673	694
Zmiana r/r (%)		-69%	62%	119%	5%	5%	3%
Kapitał własny (PLNm)	8 942	9 123	9 360	9 859	10 348	10 764	11 189
Wskaźnik wypłaty dyw.	0%	0%	0%	25%	40%	40%	57%
ROE (%)	6,8%	2,0%	3,0%	6,4%	6,3%	6,4%	7,0%
COE (%)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Nadwyżka ROE nad COE (%)	-3,5%	-8,2%	-7,2%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,3%
Zysk. zysk rezidualny		-732	-596	-303	-289	-272	-3 327

Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
Wartość bieżąca ZZR	-2 192
Zysk. wartość rez.	-3 327
Kapitał własny 2019	8 942
Wartość godziwa	3 422
Liczba akcji (mln)	1 213
<b>WG na akcję (PLN)</b>	<b>2,8</b>
Cena rynkowa (PLN)	3,0
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>-7%</b>

Źródło: BDM S.A.

Długoterminowe ROE (%)				
COE (%)		6,5%	7,0%	7,5%
		9,8%	2,7	3,2
		10,3%	2,4	2,8
		10,8%	2,1	2,5

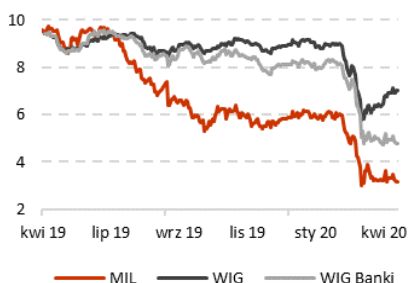
### Model zdyskontowanych zysków rez.:

- Beta	1,25
- Stopa wolna od ryzyka (%)	4,00%
- Premia za ryzyko (%)	5,00%
- Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%
- ROE w długim terminie (%)	7,0%

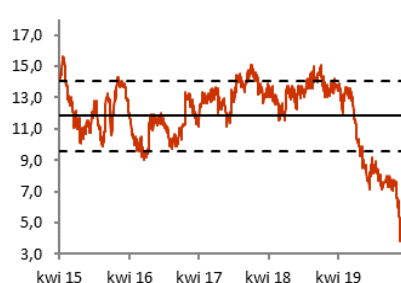
### Wycena:

Wartość godziwa (PLNm)	3 422
Wycena akcję (PLN)	2,8
Potencjał wzrostu/spadku	-7%

### Millennium - relatywny kurs akcji (12M)



### Millennium - 1YF P/E, 5Y



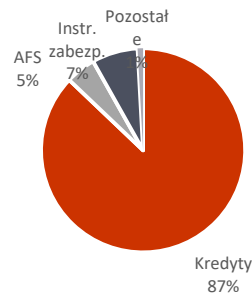
### Millennium - 1YF P/BV, 5Y



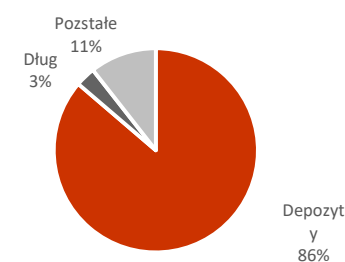
Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

## Dane finansowe i operacyjne na wykresach

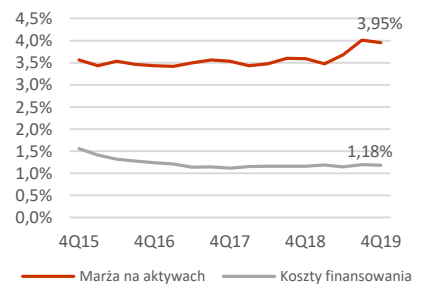
**Struktura przychodów odsetkowych, 4Q19 (%)**



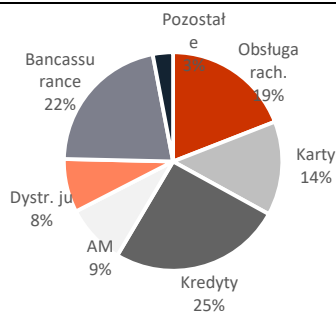
**Struktura kosztów odsetkowych, 4Q19 (%)**



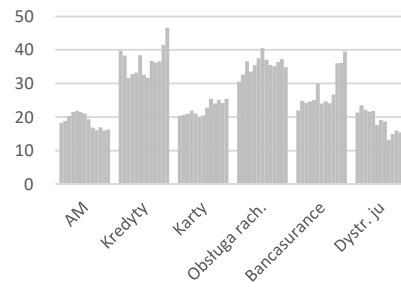
**Marża na aktywach i koszty finansowania, (%)**



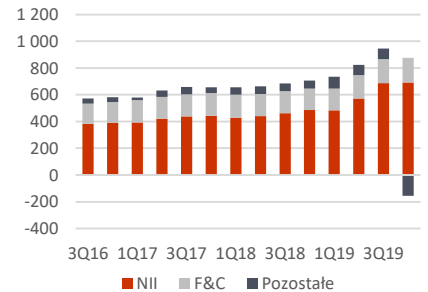
**Struktura przychodów prowizyjnych, 4Q19 (%)**



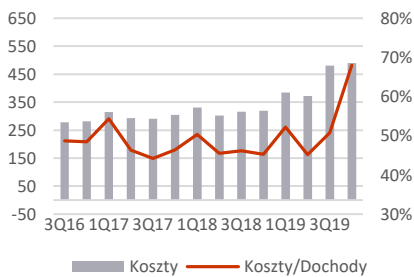
**Przychody prowizyjne (mln PLN)**



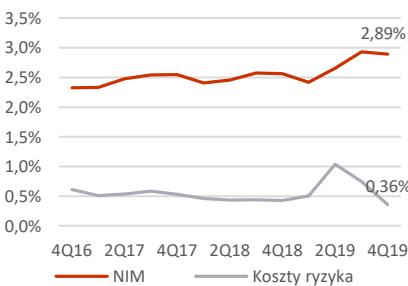
**Struktura przychodów ogółem (mln PLN)**



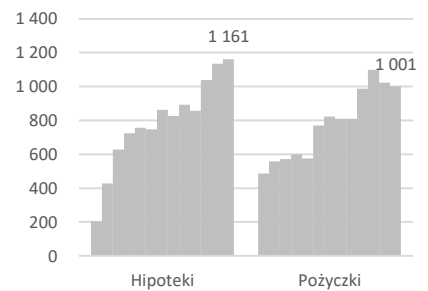
**Koszty (mln PLN) oraz wskaźnik Koszty/dochody (%)**



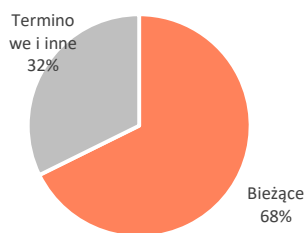
**NIM i koszty ryzyka (%)**



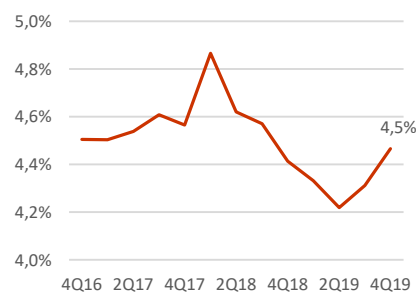
**Sprzedaż kredytów (mln PLN)**



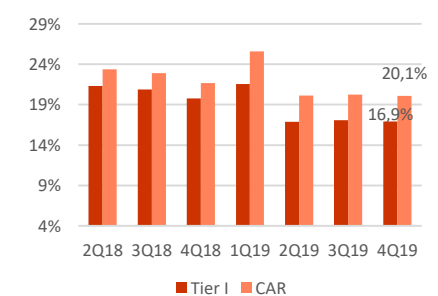
**Struktura depozytów, 4Q19 (%)**



**Wskaźnik NPL (%)**



**Wskaźnik Tier I oraz CAR (%)**



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: [michal.fidelus@bdm.pl](mailto:michal.fidelus@bdm.pl)  
[banki, finanse](#)

**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: [adrian.gorniak@bdm.pl](mailto:adrian.gorniak@bdm.pl)  
[deweloperzy, handel, media](#)

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Historia rekomendacji PKO BP**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	23,0	---	---	21.04.2020	8:00 CEST	22,1	45 617,0

**Historia rekomendacji Santander Bank Polska**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	Kurs	WIG
Redukuj	145,0	---	---	21.04.2020	8:00 CEST	158,7	45 617,0

**Historia rekomendacji mBanku**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	Data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Sprzedaj	179,0	---	---	21.04.2020	8:00 CEST	223,0	45 617,0

**Historia rekomendacji Millennium**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	Data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	2,80	---	---	21.04.2020	8:00 CEST	3,0	45 617,0

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto - zadłużenie oprecentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahał wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'20*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	Liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	33%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	17%	0	0%
Redukuj	2	33%	0	0%
Sprzedaj	1	17%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumente finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 21.04.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.04.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez udziału ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżone z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 15.01.2020 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitentów ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitentów ogółem.
- Emitenci nie posiadają pakietu udziałów przekraczającego 5% wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitentów.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitentów.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentami dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentami dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentami dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitentów.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitentów instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentami instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitentów, do których, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitentów, do których, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółkami będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.