

Z powrotem w siodle

Zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, polskie banki powinny odnotować rekordowo wysokie zyski w latach 2022P i 2023P. Spodziewamy się, że napędzane będą one cykliczną ekspansją marży odsetkowej (po podwyżkach stóp), średnio jednocyfrowym wzrostem kredytów (z potencjałem wzrostu) oraz niskim kosztem ryzyka (bezrobocie prawdopodobnie pozostanie na niskim poziomie).

Nie tak jednolodne. Procesy cyfrowe, poziomy NPS (Net Promoter Score), zarządzanie, demografia klientów i zdolności adaptacyjne, wydają się być kluczowymi czynnikami sukcesu banków w ostatnich kwartałach. ING pozostał najszybciej rozwijającym się bankiem (wzrost kredytów o 15% r/r), a następnie BNP (+10%), MBK (+9%) i MIL (+8%). PKO, PEO i ALR wzrosły o około 2-3%, podczas gdy BHW i GNB odnotowały spadki portfela kredytowego. Interesujące były zmiany w taryfie opłat i prowizji - po raz kolejny MBK (+51% vs. poziomy sprzed Covid) oraz ING (+33%) znalazły się w czołówce, jeżeli chodzi o wzrost przychodu z opłat i prowizji. Pekao (+6%) ociążał się najbardziej, znajdując się za ALR (+10%) i BHW (+12%). W 2021 roku dywidendę mogły wypłacić tylko trzy analizowane przez nas banki - PEO (DY na poziomie 2,9%), ING (2,0%) oraz BHW (2,1%).

Ryzykiem pozostają kredyty hipoteczne w CHF. Podnosimy ceny docelowe dla banków z największym portfelem kredytów hipotecznych w CHF, gdyż poprawa organiczna przynosi im większe korzyści i zmniejsza ryzyko wymuszonych podwyżek kapitału. Zwracamy uwagę, że 18% (75 tys.) kredytobiorców CHF złożyło już pozwy przeciwko bankom, kolejne 5% jest w postępowaniu zmierzającym do dobrowolnych ugod, jednak ponad 75% płaci miesięczne raty i czeka.

Wybrane spółki na rok 2022. Trzy banki kontrolowane przez państwo oceniamy, jako Kupuj. Naszym zdaniem wszystkie one nie osiągnęły ostatnio lepszych wyników (np. jeśli chodzi o udzielanie kredytów czy wzrost opłat i prowizji), ale uważamy, że wpływ wyższych stóp procentowych powinien automatycznie poprawić wyniki tych banków. Pekao oceniamy jako Kupuj, oczekujemy nadrobienia zaległości w zakresie wzrostu kredytów, opóźnienia przeszacowania prowizji, mniejszej presji na koszty operacyjne oraz potencjału do odwrócenia rezerw na ryzyko Covid. Alor oceniamy jako Kupuj, wskazując na najwyższą wrażliwość na stopy procentowe wśród pokrywanych przez nas spółek i oczekując dalszej redukcji kredytów zagrożonych. PKO oceniamy jako Kupuj, widząc potencjał wzrostu w wyższej liczbie udzielonych kredytów i przeszacowaniu prowizji. MIL i MBK oceniamy jako Sprzedaj z uwagi na ryzyko związane z kredytami hipotecznymi w CHF. Uważamy, że ING jest najbardziej efektywnym polskim bankiem w ostatnich latach. Wydaje nam się jednak, że jest drogi i może rozczarować pod względem tempa poprawy marży odsetkowej, dlatego ING oceniamy na Sprzedaj.

Ryzyka. W naszych wycenach zakładamy, że stopa referencyjna w Polsce wyniesie 3,0% na koniec 1Q22. Każdy inny scenariusz mógłby istotnie wpłynąć na nasze prognozy wyników. Zakładamy istotne przeszacowanie depozytów począwszy od 2Q22, jeśli tak się nie stanie, wyniki polskich banków mogą być jeszcze wyższe. Trwająca konsolidacja może przynieść niespodzianki. Istnieje ryzyko związane z zarządzaniem, szczególnie w spółkach państwowych. Oczekiwania, co do wyników polskich banków mogą dalej rosnąć, ale inwestorzy mogą zdecydować się na realizację zysków.

Fig. 1. Zaktualizowana lista rekomendacji

Bank	Rekomendacja	12 m-czna cena docelowa	Potencjał wzrostu/spadłu
PKO	Kupuj	47,0	12%
PEO	Kupuj	137,0	22%
MBK	Sprzedaj	448,0	-9%
ING	Sprzedaj	251,0	-3%
BHW	Trzymaj	59,0	2%
MIL	Sprzedaj	6,4	-16%
ALR	Kupuj	63,0	17%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Analityk

Kamil Stolarski, CFA, Manager Zespołu analiz

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Fig. 2. Sektor finansowy – główne mnożniki

	P/E (X)			P/BV (x)			ROE (%)					
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
PKO	10,7x	9,0x	8,8x	1,22x	1,17x	1,11x	11,9%	13,3%	13,0%	0,0%	7,0%	8,3%
PEO	14,4x	9,5x	8,5x	1,15x	1,06x	1,03x	8,0%	11,6%	12,2%	2,9%	5,2%	7,9%
MBK	39,4x	18,3x	13,3x	1,26x	1,21x	1,14x	3,2%	6,7%	8,8%	0,0%	0,0%	0,0%
ING	15,3x	12,8x	11,5x	1,87x	1,69x	1,55x	12,1%	13,9%	14,0%	2,0%	2,0%	2,3%
BHW	11,4x	14,3x	9,0x	0,99x	1,02x	0,92x	8,7%	7,0%	10,7%	2,1%	8,7%	7,0%
MIL	-7,8x	44,4x	32,5x	1,19x	1,22x	1,19x	-14,2%	2,7%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%
ALR	13,0x	8,6x	7,5x	1,04x	0,93x	0,84x	8,1%	11,5%	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%
OTP	10,1x	9,7x	8,9x	1,70x	1,54x	1,40x	17,7%	16,6%	16,5%	0,0%	3,8%	2,5%
KOMB	13,3x	11,9x	12,3x	1,27x	1,32x	1,27x	10,0%	10,9%	10,6%	2,8%	11,7%	5,5%
PZU	10,6x	10,6x	9,5x	1,61x	1,62x	1,57x	15,0%	14,6%	15,6%	7,5%	7,6%	8,4%
Mediana	13,1x	12,3x	10,5x	1,23x	1,20x	1,15x	8,7%	10,9%	10,7%	0,3%	2,9%	2,4%

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerski

Alior Bank

CEE Equity Research

Bloomberg: ALR PW, Reuters: ALRR.WA

Banki, Polska

Choć nowych rękach, sytuacja wygląda dobrze

- **Podsumowanie inwestycyjne.** Historia Alior Banku zmieniła się po przejęciu przez państwo kontroli nad bankiem. Dynamika kredytów Alior Banku jest niższa od średniej rynkowej, a jednocześnie bank odnotowuje spadek liczby klientów detalicznych i zmagają się z burzliwymi zmianami w zespole zarządzającym. Pomimo tych wyzwań strukturalnych, Alior wykazuje ponadrynkową wrażliwość na podwyżki stóp procentowych i uważamy, że może w większym stopniu niż przeciętnie skorzystać na poprawie jakości kredytów.
- **300-350 mln PLN wrażliwości NII na podwyżkę stóp o 100 pb** według szacunku przedstawionego przez zarząd, co czyniłoby Alior jednym z najbardziej wrażliwych banków na podwyżki stóp, np. w porównaniu do zysku netto w wysokości 502 mln zł zaraportowanego w ciągu ostatnich 12 miesięcy.
- **Koszt ryzyka jest mniejszym problemem w tym momencie cyklu.** Silne makro i spadek bezrobocia pomogły obniżyć wskaźnik kredytów przeterminowanych (Etap 3) w Alior Banku z 14,7% (4,9 mld PLN) w 3Q20 do 12,5% (4,5 mld PLN) w 3Q21.
- **Władza: nowy zarząd.** W dniu 10 listopada br. Alior poinformował o zmianie na stanowisku 4 członków zarządu, w tym prezesa. Wszyscy nowi członkowie zarządu wywodzą się bezpośrednio z Banku Pekao. Z komentarzy prasowych wynika, że zmiany w zarządzie były podyktowane kwestiami politycznymi.
- **Wycena i ryzyka.** Wyceniamy Alior na Kupuj z 12M TP na poziomie 63,0 PLN (poprzednio Kupuj z 12M TP na poziomie 39,0 PLN). Uważamy, że jakość kredytów, perspektywa stóp procentowych i kontrola państwa wydają się być głównymi ryzykami.

Alior Bank: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E zaraportowane	14,8x	-7,1x	13,0x	8,6x	7,5x
P/BV	0,55x	0,34x	1,04x	0,93x	0,84x
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPS (PLN)	1,9	-2,4	4,1	6,3	7,1
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BVPS (PLN)	51,8	50,2	51,7	57,6	63,9
Zysk netto (mln PLN)	253	-311	540	820	933

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-20 na podstawie cen historycznych z końca roku

Rekomendacja	Kupuj
Obecna cena (PLN)	53,80
Cena docelowa (PLN)	63,0

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analitik akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Kupuj	
Cena docelowa 12M (PLN)		63,0	
Obecna cena (PLN)		53,8	
Potencjał wzrostu (%)		17	
Wycena DDM (PLN/akcja)	58,1	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	70,8
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	0,0	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	770
Wartość terminalna (PLN/akcja)	58,1	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	10,35	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	2,00		
CoE (%)	9,50	Wpływ CHF/ akcję	-1,0
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,30		
ERP (%)	5,0		

*Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (100%) oraz wyceny porównawczej (0%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF.*

Bank Handlowy

CEE Equity Research

Bloomberg: BHW PW, Reuters: BHW.WA

Banki, Polska

W punkcie zwrotnym?

- **Podsumowanie inwestycyjne.** Wydaje się, że BHW znajduje się w trudnym okresie swojej działalności: ciągle traci udział w rynku kredytów, ryzykuje, że stanie się instytucją o mniejszej skali oraz, w większym stopniu niż inne banki, odczuwa skutki podwyżek stóp procentowych. Jest w trakcie dezinwestycji działalności w sektorze detalicznym, posiada gotówkę, ma nowego CEO i planuje ogłosić nową strategię.
- **Duże nadzieje pokładane w zachowaniu stóp.** BHW szacuje, że wpływ podwyżki stóp o 115p.b. na statyczny bilans wyniesie 215-235 mln PLN. Dodatkowo, BHW posiada na bilansie 15 mld PLN gotówki. Nasza wycena zakłada, że większość z tych środków zostanie zainwestowana w 1Q23 na poziomie 3,0%. Około 65% wrażliwości na stopę procentową generowane jest w segmencie detalicznym. Zwracamy również uwagę, że około połowa depozytów korporacyjnych w BHW jest powiązana ze stopami rynkowymi (overnight lub WIBOR), co automatycznie wpływa na wzrost cen depozytów.
- **Dezinwestycje w segmencie detalicznym.** Citi poinformował o planowanym zbyciu działalności detalicznej w Polsce. Transakcja jest zarządzana przez strategicznego akcjonariusza, a BHW nie udostępnił żadnych informacji na temat agendy transakcji ani etapu jej realizacji. BHW zatrudnił doradców prawnych, którzy mają wspierać zarząd w procesie dezinwestycji. Potencjalnie zarząd może podjąć dalsze kroki w celu ochrony interesów klientów, pracowników i akcjonariuszy mniejszościowych. Spodziewamy się niewielkiego zainteresowania aktywami BHW, głównie ze względu na jego relatywnie niewielki rozmiar oraz profil i zależność od marki i oferty Citi.
- **Nadwyżka kapitałowa.** BHW nadal posiada na bilansie 479 mln PLN (3,66 PLN na akcję, DY na poziomie 6,3%) niepodzielonego zysku netto za 2019 rok. Zastanawiamy się jak KNF zareaguje na wniosek BHW o wypłatę nadwyżki kapitałowej ze sprzedaży segmentu detalicznego. W przypadku sprzedaży segmentu detalicznego, nadwyżka kapitału własnego BHW jeszcze bardziej by wzrosła.
- **Nowa strategia w grudniu'21.** Pomimo procesu dezinwestycji nie zdziwimy się, jeśli w aktualizacji strategii BHW znajdzie się wzmianka o szeregu kwestii związanych z segmentem detalicznym, mających na celu przywrócenie rentowności sprzedaży detalicznej, być może z uwzględnieniem biznesu kart kredytowych, spółki partnerskie czy BLIK.
- **Kontynuacja rozzaczarowującej dynamiki kredytów.** Wartość kredytów BHW w 3Q21 wyniosła 20,8 mld PLN, co oznacza spadek o 8% R/R i jest najniższym wynikiem banku od 1Q18. Międzynarodowi klienci BHW wykazują znaczną nadpłynność i niewielki popyt na kredyty. MŚP wykazują popyt na kredyty, ale nie wpływają w znaczący sposób na bilans BHW.
- **Wycena i ryzyko.** Wyceniamy BHW, jako Trzymaj z TP 12M na poziomie 59,0 PLN (vs. Sprzedaj z TP na 12M na poziomie 36,0 PLN poprzednio). Jako główne ryzyka wskazujemy dywidendę, dezinwestycję w segmencie detalicznym, zmienność wyników z działalności inwestycyjnej oraz niespodziewane zdarzenia w zakresie kosztów ryzyka.

Rekomendacja

Sprzedaj

Obecna cena (PLN)	57,7
-------------------	------

Cena docelowa (PLN)	59,0
---------------------	------

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analitik akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Bank Handlowy: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E zaraportowane	13,9x	43,7x	11,4x	14,3x	9,0x
P/BV	0,96x	0,99x	0,99x	1,02x	0,92x
Stopa dywidendy	7,2%	0,0%	2,1%	8,7%	7,0%
EPS (skorygowana) (PLN)	3,7	2,7	5,0	4,0	6,4
DPS (PLN)	3,74	0,00	1,20	5,05	4,04
BVPS (PLN)	54,2	58,0	58,3	56,8	62,5
Zysk netto (mln PLN)	487	172	659	528	837

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-20 na podstawie cen historycznych z końca roku

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Trzymaj	
Cena docelowa 12M (PLN)		59,0	
Obecna cena (PLN)		57,7	
Potencjał wzrostu (%)		2	
Wycena DDM (PLN/akcja)	75,8	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	43,0
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	15,9	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	468
Wartość terminalna (PLN/akcja)	59,9	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	10,87	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	1,00		
CoE (%)	8,50	Wpływ CHF	0,0
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,10		
ERP (%)	5,0		

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (50%) oraz wyceny porównawczej (50%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF.

ING Bank Śląski

CEE Equity Research

Bloomberg: ING PW, Reuters: INGP.WA

Banki, Polska

Niewrażliwy lider wzrostu

- **Podsumowanie inwestycyjne.** ING od lat odnotowuje wyższy wzrost kredytów niż spółki porównywalne. Względnie mniej ucierpiał na obniżkach stóp procentowych niż inne banki z powodu zabezpieczenia przed ryzykiem stóp procentowych, ale mniej skorzysta na ich podwyżkach.
- **Ponadrynkowy wzrost kredytów.** ING zwiększył swój portfel kredytowy o 15% r/r (vs. rynek rosnący w tempie 3% r/r). ING aktywnie rośnie we wszystkich swoich głównych kategoriach - kredyty hipoteczne (+21% vs. rynek +7%), detaliczne kredyty niehipoteczne (+14% vs. rynek +0%), kredyty korporacyjne (+11% vs. rynek +0%). Uważamy, że ING będzie wyróżniał się pod względem wzrostu kredytów na tle innych banków - wzrost portfela kredytowego o około 10% w 2022P i 2023P.
- **Wrażliwość na podwyżki stóp poniżej rynku.** ING podał 140-180 mln PLN wrażliwości na podwyżkę stóp o 40p.b., co implikuje 400 mln PLN wrażliwości na podwyżkę o 100p.b. (1,8% wyższy ROE). Byłaby to najniższa (po OTP) wrażliwość wśród banków, które analizujemy. ING musiał płacić WIBOR od swoich pozycji IRS, a dodatkowo, jako jeden z pierwszych banków rozpoczął aktywny marketing promocyjnych cen depozytów wśród klientów.
- **Koszt ryzyka może rozczarować?** Uważamy, że koszt ryzyka jest bardzo zmienny, gdyż zmienne założenia makro odgrywają istotną rolę w modelowaniu ryzyka - ING mógłby założyć wyższe stopy i wolniejszy wzrost PKB - oba te czynniki mogłyby być krótkoterminowo negatywne dla kosztu ryzyka.
- **Wzrost zatrudnienia.** ING był jedynym bankiem w naszym koszyku, który zwiększył zatrudnienie w czasie kryzysu Covid-19. W przyszłości zakładamy, że wzrost kosztów operacyjnych w ING będzie wyższy niż u innych banków.
- **Wycena i ryzyka.** Wyceniamy ING, jako Sprzedaj z 12M TP na poziomie 251 PLN (poprzednio Trzymaj z 12M TP na poziomie 198 PLN). ING notowany jest z premią do polskich spółek porównywalnych na P/BV na poziomie 1,9x na 2022P ROE 13,9%; P/E 12,8x na 2022P. Wśród czynników ryzyka zwracamy uwagę na: niskie obroty na akcjach ING, wrażliwość na stopy, zmienność NLLP oraz perspektywy wzrostu.

ING Bank Śląski: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E zaraportowane	15,9x	16,6x	15,3x	12,8x	11,5x
P/BV	1,7x	1,2x	1,9x	1,7x	1,5x
Stopa dywidendy	1,7%	0,0%	2,0%	2,0%	2,3%
EPS (skorygowane) (PLN)	13,04	11,9	15,5	16,9	22,6
DPS (PLN)	3,50	0,00	5,10	5,10	6,10
BVPS (PLN)	117,0	143,1	139,0	153,6	167,9
Zysk netto (mln PLN)	1 661	1 338	2 213	2 644	2 938

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-2020 na podstawie cen z końca roku

Rekomendacja	Sprzedaj
Obecna cena (PLN)	259,5
Cena docelowa (PLN)	251,0

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analityk akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Sprzedaj	
Cena docelowa 12M (PLN)		251,0	
Obecna cena (PLN)		259,5	
Potencjał wzrostu (%)		-3	
Wycena DDM (PLN/akcja)	269,1	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	237,1
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	24,5	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	2 571
Wartość terminalna (PLN/akcja)	244,6	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	13,44	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	3,00		
CoE (%)	8,50	Wpływ CHF	-2,0
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,10		
ERP (%)	5,0		

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (50%) oraz wyceny porównawczej (50%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF.

Dywidenda demograficzna

- **Strategia oparta na dywidendzie demograficznej.** Ogłoszona niedawno strategia 2025 wydaje się być bardziej rozwiniętą wersją strategii 2023. Trudno komentować cele finansowe ROE>10% (poprzednio ROE>10,5%), C/I około 40% (bez zmian), 9-10% CAGR przychodów, CoR na poziomie 80p.b. i NIM na poziomie 2,5% (poprzednio 3,0%), gdyż zostały one zbudowane przy dość konserwatywnym założeniu, że stopa referencyjna na 2025 rok wyniesie 1,0%. Zwracamy uwagę, że w prezentacji strategii ani razu nie jest wspomniana dywidenda (vs. poprzednie założenie 50% wypłat) oraz nie ma osobnego omówienia portfela walutowego. Kluczowe tematy nie uległy zmianie: dywidenda demograficzna mBanku, zarządzanie cyklem życia klienta, koncentracja na perspektywnych sektorach, zarządzanie bankiem przy C/I na poziomie 40%. Z nowych tematów zwracamy uwagę na większy potencjał wzrostu w detalu, nową bramkę płatniczą paynow oraz docelowe wpływy do startującego funduszu inwestycyjnego na poziomie 1,5-2,0 mld rocznie.
- **Problem CHF nierozwiązany.** Według naszych wyliczeń na podstawie danych z mBanku 27% kredytobiorców pozwala bank w sprawie CHF. Większość z tych klientów powinna mieć unieważnione kredyty hipoteczne. mBank zawiązał rezerwy w wysokości 2,2 mld PLN na 12,6 mld PLN wartości bilansowej kredytów hipotecznych w CHF. Aby osiągnąć poziom rezerw zbliżony do PKO BP czy ING, należałoby podwoić tę liczbę.
- **8% CAGR dla kredytów w latach 2021-2025,** zakładany w strategii mBanku, oznaczałby, że mBank rośnie wyraźnie powyżej rynku, ale wydaje się to możliwe, gdyż te tempa wzrostu byłyby niższe niż mBank zaraportował w 2018, 2019 czy 2021 roku.
- **Wrażliwość na podwyżkę stóp procentowych o 450 mln PLN** implikuje, że podwyżka stóp o 100p.b. zwiększa ROE o 2,2%.
- **Wycena i ryzyka.** Wyceniamy mBank, jako Sprzedaj z 12M TP na poziomie 448 PLN (poprzednio Sprzedaj na poziomie 257 PLN), oczekując, że kolejne kwartały będą pod presją rezerw na CHF. Wśród głównych ryzyk wymieniamy ryzyko prawne związane z rezerwami na CHF, napływ informacji o dywidendzie, oraz informacji o Commerzbanku.

mBank: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmln	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (skorygowane)	13,1x	18,6x	12,4x	9,8x	8,1x
P/BV	1,0x	1,3x	1,3x	1,2x	1,1x
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPS (skorygowane) (PLN)	22,8	26,6	39,7	50,6	60,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	381	393	393	408	434
Zysk netto (mln PLN)	966	104	531	1 143	1 577

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-20 na podstawie cen historycznych z końca roku

Rekomendacja	Sprzedaj
Obecna cena (PLN)	493,6
Cena docelowa (PLN)	448,0

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analitik akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Sprzedaj	
Cena docelowa 12M (PLN)		448,0	
Obecna cena (PLN)		493,6	
Potencjał wzrostu (%)		-9	
Wycena DDM (PLN/akcja)	573,5	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	590,6
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	0	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	2 085
Wartość terminalna (PLN/akcja)	573	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	14,02	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	2,00		
CoE (%)	9,00	Wpływ CHF	-134,0
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,20		
ERP (%)	5,0		

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (50%) oraz wyceny porównawczej (50%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF.

Bank Millennium

CEE Equity Research

Bloomberg: MIL PW, Reuters: MILP.WA

Banki, Polska

Własny sposób na franki

- **Podsumowanie inwestycyjne.** Bank Millennium jest relatywnie najbardziej narażony na ryzyko kredytów hipotecznych w CHF spośród wszystkich analizowanych przez nas banków. Co ciekawe, w okresie pandemii Covid-19 był on najbardziej aktywny w zwiększaniu akcji kredytowej dla klientów detalicznych.
- **Własne podejście do kwestii kredytów hipotecznych w CHF.** Bank Millennium posiadał na koniec 3Q21 12,1 mld PLN kredytów hipotecznych w CHF, z czego 2,4 mld PLN było pokryte rezerwami. MIL musiałby zaksięgować dodatkowe PLN1.9 mld rezerw, aby osiągnąć poziom pokrycia zbliżony do PKO BP czy ING (zgodnie z propozycją konwersji przygotowaną przez KNF). 18,9% (9,7 tys.) kredytobiorców MIL CHF złożyło pozew do Banku Millennium, kolejne 10% (5,7 tys.) zgodziło się na dobrowolną konwersję zaproponowaną przez MIL. MIL wyróżnia się aktywnym podejściem do kredytobiorców CHF, jego propozycja konwersji jest relatywnie bardziej atrakcyjna dla MIL (niż propozycja KNF), ale naszym zdaniem może być łatwiejsza do zakwestionowania pod względem legalności w późniejszym okresie.
- **Apetyt na ryzyko w czasie pandemii.** Wartość udzielonych kredytów nie-hipotecznych w Polsce spadła o 5% w 9M21 vs. 9M19 przed pandemią. W 9M21 tylko BNP (+13%) i MIL (+38%) odnotowały wyższe saldo niż przed Covid. MIL był jedynym bankiem, który w 2020 r. r/r i 2021P r/r nadal zwiększał liczbę transakcji w tym segmencie. Podobna sytuacja ma miejsce w segmencie kredytów hipotecznych, gdzie w Polsce w 9M21 liczba transakcji była o 57% wyższa niż przed Covid, ale MIL wyprzedził rynek i pokazał o 134% wyższą liczbę transakcji (7,1 mld PLN w 9M21 vs. 3,0 mld PLN w 9M19).
- **Wrażliwość na podwyżkę stóp o 100p.b. na poziomie 290 mln PLN.** MIL prognozuje, że podwyżka stóp o 100p.b. doda 11% do NII w kolejnych 12 miesiącach, co implikuje 290 mln PLN i potencjalnie doda 2,8% do ROE.
- **Nowa strategia 6 grudnia.** Zakładamy kontynuację ponadrynkowego wzrostu organicznego i ciągłą pracę nad kosztami.
- **Wycena i ryzyka.** Wyceniamy MIL, jako Sprzedaj z 12M TP na poziomie 6,40 PLN (poprzednio Sprzedaj z 12MTP na poziomie 3,40 PLN). Najważniejszym czynnikiem wpływającym na naszą wycenę jest potencjalny koszt związany z kredytami hipotecznymi w CHF. Zakładamy, że negatywny wpływ hipotek CHF na wycenę MIL wynosi 4,6 PLN na akcję. Wśród pozostałych ryzyk wskazujemy przede wszystkim na portfel CHF, dywidendy oraz portfel kredytów powstałych w okresie pandemii Covid-19.

Bank Millennium: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E zaraportowane	12,9x	406,7x	-7,8x	44,4x	32,5x
P/BV	0,8x	1,0x	1,2x	1,2x	1,2x
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EPS (skorygowane) (PLN)	0,74	0,67	0,67	1,00	1,1
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BVPS (PLN)	7,4	7,4	6,5	6,3	6,4
Zysk netto (mln PLN)	561	23	-1 192	209	286

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-20 na podstawie cen historycznych z końca roku

Rekomendacja	Sprzedaj
Obecna cena (PLN)	8,54
Cena docelowa (PLN)	6,40

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analitik akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Sprzedaj	
Cena docelowa 12M (PLN)		6,4	
Obecna cena (PLN)		7,65	
Potencjał wzrostu (%)		-16	
Wycena DDM (PLN/akcja)	10,8	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	11,1
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	0,0	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	1 126
Wartość terminalna (PLN/akcja)	10,8	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	17,96	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	2,00		
CoE (%)	9,00	Wpływ CHF	-4,6
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,20		
ERP (%)	5,0		

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (50%) oraz wyceny porównawczej (50%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF.

Pekao SA

CEE Equity Research

Bloomberg: PEO PW, Reuters: PEO.WA

Banki, Polska

Pora nadrobić zaległości?

- **Podsumowanie inwestycyjne.** Uważamy, że kwestie związane ze stabilnością zarządu banku, 30 zmian w zarządzie od czasu, gdy bank stał się kontrolowany przez państwo w 2017 roku (wg wyliczeń Pulsu Biznesu), niski NPS, niekorzystna struktura demograficzna klientów detalicznych Pekao, niekorzystna sytuacja technologiczna oraz zaangażowanie w projekty, które generowały niewielką lub żadną wartość dodaną dla interesariuszy (np. akwizycja Idei, marketing banknotów kolekcjonerskich) wydają się być powodami, dla których Pekao w ostatnich kwartałach osiągał gorsze wyniki od rynku.
- **Akwizycja Idei utrudnia ocenę wyników Pekao, ale Pekao wygląda relatywnie słabiej pod względem wielu KPI.** Według naszej analizy, dynamika NII w Pekao po przejęciu Idei wyniosłaby -4% r/r (wobec 1% spadku na rynku). Idea w momencie przejęcia przez Pekao zarabiała ok. 500 mln PLN NII rocznie. Pekao nadal ma gorsze wyniki w zakresie F&C: w ciągu ostatnich 2 lat F&C w polskim sektorze bankowym wzrosło o 28,3%, podczas gdy w Pekao tylko o 5,9%. Również, jeśli chodzi o sprzedaż kredytów hipotecznych - Pekao sprzedało w 9M21 8,1 mld PLN, czyli o 10% więcej niż 7,4 mld PLN w 9M19, co jest wynikiem słabszym od wzrostu rynku o 57%.
- **Wrażliwość NII na podwyżkę stóp o 100p.b. na poziomie 700-800 mln PLN.** PEO zakłada wzrost NIM o 30-40p.b. w przypadku podwyżki stóp o 100p.b. Implikuje to wrażliwość ROE na podwyżkę o 2,2p.b.
- **Możliwy niższy wzrost kosztów niż gdzie indziej.** Uważamy, że w 2022P nie powinien powtórzyć się koszt 100 mln PLN związany z rezerwami na integrację Idea Banku, ani 120 mln PLN rezerwy na zwolnienia grupowe, a bank powinien skorzystać na redukcji zatrudnienia o 1 100 etatów (8% zatrudnionych) i reorganizacji kolejnych 1250 etatów. Powinno to z nadwyżką skompensować oczekiwany wzrost składek na BFG o 160 mln zł r/r do ok. 400 mln zł w 2020 roku.
- **Wycena i ryzyka.** Wyceniamy Pekao, jako Kupuj z 12M TP na poziomie 137,0 PLN (vs. Kupuj, 12M TP na poziomie 110 PLN poprzednio). Wśród ryzyk wskazujemy na kontrolowany przez państwo Pekao, dywidendę oraz potencjalne pogorszenie jakości portfela kredytowego.

Rekomendacja

Kupuj

Obecna cena (PLN)

112,4

Cena docelowa (PLN)

137

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

Pekao SA: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E zaraportowane	12,2x	14,6x	14,4x	9,5x	8,5x
P/BV	1,1x	0,6x	1,2x	1,1x	1,0x
Stopa dywidendy	6,6%	0,0%	2,9%	5,2%	7,9%
EPS (skorygowane) (PLN)	8,2	5,2	7,8	11,8	13,2
DPS (PLN)	6,60	0,00	3,21	5,87	8,86
BVPS (PLN)	89,1	97,1	97,5	106,1	109,0
Zysk netto (mln PLN)	2 165	1 102	2 053	3 100	3 455

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-20 na podstawie cen historycznych z końca roku

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analityk akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Kupuj	
Cena docelowa 12M (PLN)		137,0	
Obecna cena (PLN)		112,40	
Potencjał wzrostu (%)		2	
Wycena DDM (PLN/akcja)	150,5	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	130,3
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	29,7	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	2 849
Wartość terminalna (PLN/akcja)	120,8	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	12,76	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	2,00		
CoE (%)	9,00	Wpływ CHF	-3,0
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,20		
ERP (%)	5,0		

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (50%) oraz wyceny porównawczej (50%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF.

PKO BP

CEE Equity Research

Bloomberg: PKO PW, Reuters: PKO.WA

Banki, Polska

Ekspozycja na sektor

- **Podsumowanie inwestycyjne.** PKO wydaje się dość tani z P/E na poziomie 9,0x na 2022P. Spółka wykazuje silną wrażliwość na stopy procentowe i jest relatywnie bardziej zaawansowana w rozwiązywaniu problemu hipoteki kaucyjnej niż spółki porównywalne.
- **Wrażliwość na podwyżkę stóp o 100p.b. to 1,000-1,200 mln zł** zgodnie z szacunkami prezentowanymi przez zarząd PKO BP, co implikuje wzrost ROE o 2,4pp.
- **16 tys. (16%) kredytobiorców CHF w procesie mediacji.** 29 listopada PKO podało, że 16 tys. kredytobiorców CHF złożyło wnioski o mediację, a 1,7 tys. (82%) z 2,0 tys. już obsługiwanych klientów zaakceptowało warunki przygotowane przez PKO. Około 11 tys. kredytobiorców CHF pozwało już PKO BP. PKO utworzył 7,0 mld PLN rezerw na portfel kredytów hipotecznych w CHF o wartości 21,1 mld PLN na koniec 3Q21, co oznacza, że powinien być w pełni zabezpieczony w scenariuszu, w którym wszyscy kredytobiorcy CHF zaakceptują model konwersji zaproponowany przez KNF.
- **Słaba dynamika sprzedaży kredytów hipotecznych YTD.** W 9M21 PKO sprzedał 12,1 mld PLN kredytów hipotecznych, 2% więcej niż w 9M19 przed upadłością, co jest najsłabszą dynamiką wśród analizowanych przez nas banków (rynek wzrósł o 57%). W 9M21 PKO BP był drugim po ING bankiem pod względem liczby udzielonych kredytów hipotecznych. Od 1Q21 PKO stale zwiększa liczbę udzielonych kredytów hipotecznych w ujęciu kwartalnym i oczekujemy, że wkrótce powróci na pozycję lidera rynku hipotecznego.
- **Wzrost w F&C?** PKO BP zaraportował wolniejszy wzrost F&C niż rynek, średnio. Porównując 9M21 r/r zwracamy uwagę na wolniejszy wzrost opłat za rachunki i płatności (+11% w PKO vs. +28% dla rynku) oraz wolniejszą dynamikę opłat związanych z kredytami (+8% w PKO).
- **Wycena i ryzyka.** Wyceniamy PKO jako Kupuj z 12M TP na poziomie 47,0 PLN (wobec Trzymaj z 12M TP na poziomie 41,0 PLN poprzednio). Obecnie PKO notowane jest na wskaźniku P/BV na 2022P na poziomie 1,2x oraz P/E na 2022P na poziomie 9,0x. Głównymi ryzykami są: zmiany w zarządzaniu, kolejna fala pandemii, procesy sądowe związane z CHF oraz negatywny sentyment do banków.

Rekomendacja

Trzymaj

Obecna cena (PLN)

41,9

Cena docelowa (PLN)

47,0

KURS AKCJI



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG

PKO BP: Podsumowanie finansowe i wskaźniki

Rok do grudnia, PLNmn	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (zaraportowane)	10,7x	-14,0x	10,1x	9,0x	8,8x
P/BV	1,04x	0,90x	1,22x	1,17x	1,11x
Stopa dywidendy	3,9%	0,0%	0,0%	7,0%	8,3%
EPS (PLN)	3,2	2,6	3,9	4,6	4,8
DPS (PLN)	1,33	0,00	0,00	2,95	3,49
BVPS (PLN)	33,3	31,9	34,2	35,8	37,9
Zysk netto (mln PLN)	4 031	-2 562	4 913	5 809	5 973

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie. Wskaźniki wyceny 2019-20 na podstawie cen historycznych z końca roku

Analitik

Kamil Stolarski, CFA Analitik akcji

+48 22 586 8100 kamil.stolarski@santander.pl

Podsumowanie wyceny (PLN/akcja)

Rekomendacja		Kupuj	
Cena docelowa 12M (PLN)		47,0	
Obecna cena (PLN)		41,90	
Potencjał wzrostu (%)		12	
Wycena DDM (PLN/akcja)	50,3	Wycena porównawcza (PLN/akcja)	54,0
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN/akcja)	10,4	Zysk netto (mln PLN, następne 12 miesięcy)	5 628
Wartość terminalna (PLN/akcja)	39,8	Zastosowane P/E (x)	12,0
Terminal ROE (%)	13,14	P/E grupy porównawczej (x)	12,0
g (%)	2,00		
CoE (%)	9,50	Wpływ CHF	-5,3
RFR (%)	3,00		
Beta (x)	1,30		
ERP (%)	5,0		

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, *Cena docelowa 12M jest liczona, jako zaokrąglona ważona średnia wyceny DDM (50%) oraz wyceny porównawczej (50%) pomniejszona o szacowany wpływ kredytów hipotecznych w CHF

Santander Biuro Maklerskie

Pl. Andresa 5
61-894 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
bm.santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@santander.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@santander.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@santander.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@santander.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@santander.pl

Departament Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych
Strategia, Finanse*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrzcz, *Analitik Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analitik Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce, Gry*

Michał Sopieli, *Analitik Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analitik Akcji
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Stanisław Czerwiński, *Analitik Akcji
Gry*

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIEŃ

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie dokładnie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Santander Bank Polska S.A. („Santander Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku / dostawcy płynności, dla instrumentów finansowych emitowanych przez: **Alior Bank SA, Bank BGŻ BNP Paribas SA, Bank Handlowy SA, Bank Millennium SA, Bank PEKAO SA, ING Bank Śląski SA, mBank SA, PKO Bank Polski SA**, na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez tych emitentów.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **Bank Millennium SA, ING Bank Śląski SA**.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Santander Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie, Zespół Analiz Giełdowych, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w **Warszawie**. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r., poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom. Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyłą staranność i rzetelność.

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
 EPS - zysk na akcję
 CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 BV - wartość księgowa
 ROE - zwrot na kapitale własnym
 P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści raportu.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.