

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

# Banki

Banki, CEE

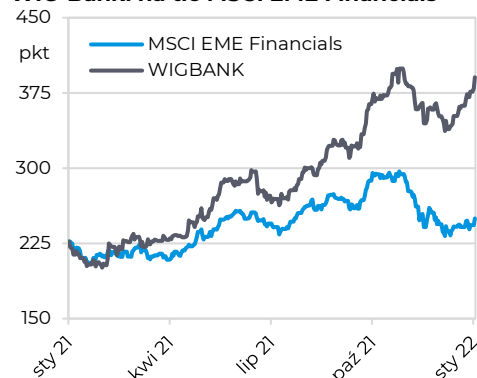
## Atak na szczyt

Pozostajemy pozytywni na cały analizowany przez nas sektor bankowy w CEE chociaż potencjał wzrostu w poszczególnych bankach jest dużo bardziej zróżnicowany niż w naszym ostatnim raporcie. Uważamy, że nie znajdujemy się jeszcze w szczytowym momencie podwyżek, a co za tym idzie prognoz rynkowych, który dopiero nadejdzie prawdopodobnie w połowie 2022 roku. Wyceny jak i konsensus cały czas nie odzwierciedlają ruchów banków centralnych w całym regionie. Z drugiej strony nie oczekujemy już tak gwałtownych ruchów na wycenie jak w 2021 roku, kiedy inwestorzy uwierzyli, że sektorowi udało się przejść pandemię relatywnie suchą stopą i należało odzwierciedlić prawdziwą wartość sektora. W regionie zwracamy uwagę na: podwyżki stóp procentowych, gdzie na przykład w Czechach mogą one osiągnąć nawet poziom 5%, bardzo wysoką jakość aktywów, a w przypadku takich banków jak OTP nieustający proces przejść i umacniania regionalnej pozycji. W Polsce także zwracamy uwagę na rosnące stopy procentowe, których finalny poziom nie został jeszcze odzwierciedlony w konsensusie. Wyższe stopy oprócz oczywistych korzyści dla wyniku odsetkowego powinny także w negatywny sposób wpływać na popyt na kredyty oraz przekładać się na wyższy koszt ryzyka spowodowany coraz niższym rozporządzalnym dochodem konsumentów. Zaznaczamy jednak, że wzrost na stopach procentowych nie powinien trwać dłużej niż rok w przypadku Czech i dwóch lat w Polsce po czym czeka nas stopniowa normalizacja polityki monetarnej. Spowoduje to z pewnością presję na marżę, ale z drugiej strony ożywi popyt na kredyty. Dodatkowo w raporcie zmieniamy nasze podejście do kwestii franków w Millennium oraz Santander po publikacji strategii czy finalnych rezerw na 4Q. Po podwyżce oczekiwań odnośnie stopy bazowej, obniżce oczekiwań dla wolumenów, wzroście prognozy kosztu ryzyka i kosztów osobowych nasze prognozy są obecnie 17% powyżej konsensusu na 2022 i 14% na 2023 rok dla regionu CEE, 3% i 9% dla Polski (15% i 12% bez MIL i SPL) i 27% i 18% dla banków w regionie ex-Polska. Podkreślamy, że w ogólnym rozrachunku stopy na prognozowanym przez nas poziomie czyli 5% w Czechach oraz 3,5% w Polsce powinny mieć dalszy pozytywny wpływ na rentowność banków. Finalnie zwracamy uwagę, że indeks MSCI EME Financials notowany jest obecnie z 11% dyskontem do długoletniej średniej przy czym oczekiwane ROE nie było widoczne w sektorze od 9-ciu lat. Podsumowując, podwyżki stóp procentowych, których powinniśmy oczekiwać jeszcze przez niemal całą 1H'22, podwyżki konsensusu, wysoka jakość aktywów, coraz wyższe dywidendy oraz nadal atrakcyjna wycena sektora powinny stworzyć „sweet spot” dla sektora CEE w 2022 roku. Naszymi top typami w całym regionie są OTP Bank, PKO BP oraz Alior Bank, a następnie Pekao oraz Erste Group.

Spółka	P/E			P/BV			ROE%		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P	21P	22P	23P
PKO	12,9	9,4	8,5	1,4	1,3	1,2	11,4	14,0	14,2
PEO	21,0	11,3	9,8	1,3	1,2	1,1	6,5	11,3	12,1
SPL	41,8	25,1	10,6	1,4	1,4	1,2	3,4	5,5	12,1
ING	17,1	12,6	12,4	1,8	1,7	1,5	11,1	13,8	12,9
BNP	97,0	10,2	9,2	1,2	1,1	1,0	1,2	10,9	11,0
MIL	-10,1	34,8	12,0	1,4	1,3	1,2	-12,8	3,9	10,5
BHW	12,5	8,4	7,4	1,0	1,0	1,0	8,5	12,0	13,3
ALR	15,5	7,5	6,0	1,1	1,0	0,8	7,5	13,9	14,7
EBS AV	10,0	7,8	8,4	1,0	0,9	0,8	10,2	11,8	10,2
RBI AV	6,0	6,1	5,8	0,6	0,6	0,5	10,4	9,5	9,2
KOMB	15,2	10,8	12,0	1,5	1,4	1,4	10,4	13,6	11,7
MONET	13,1	8,8	9,2	1,6	1,5	1,5	13,0	17,9	16,1
OTP	11,0	8,0	7,0	1,7	1,4	1,2	16,3	18,8	17,8

WIG-Banki	9 529,45
MSCI EME Financials	254,42
2022P P/E	11,1x
2022P P/BV	1,2x

WIG-Banki na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO	59,19	50,65	kupuj	kupuj
PEO	155,55	130,00	kupuj	kupuj
SPL	399,35	345,8	trzymaj	akumuluj
ING	305,00	250,00	akumuluj	akumuluj
BNP	105,00	102,48	akumuluj	kupuj
MIL	8,40	7,30	trzymaj	trzymaj
BHW	75,00	55,00	kupuj	kupuj
ALR	75,00	55,00	kupuj	kupuj
EBS AV	52,78	34,06	kupuj	akumuluj
RBI AV	33,50	21,00	kupuj	akumuluj
KOMB CP	1 034,47	804,77	akumuluj	akumuluj
MONET CP	110,00	95,5	kupuj	trzymaj
OTP HB	22 882	15 143	kupuj	trzymaj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	PKO	49,53	59,19
PEO	135,95	155,55	+14,4%
SPL	385,00	399,35	+3,7%
ING	280,00	305,00	+8,9%
BNP	97,00	105,00	+8,2%
MIL	9,03	8,40	-7,0%
BHW	63,50	75,00	+18,1%
ALR	61,90	75,00	+21,2%
EBS AV	43,77	52,78	+20,6%
RBI AV	26,66	33,50	+25,7%
KOMB CP	986,50	1 034,47	+4,9%
MONET CP	93,50	110,00	+17,6%
OTP HB	18 600	22 882	+23,0%

**Analitik:**

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## PKO BP: kupuj (podtrzymana)

PKO.PW; PKO.WA | banki, Polska

### Najlepszy wybór w Polsce

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj dla PKO BP, ale podwyższamy naszą cenę docelową do 59,19 PLN na akcję. W raporcie podwyższamy nasze prognozy o 34% na 2022 rok oraz o 24% na 2023 rok. Wyraźna zmiana prognoz na 2022 rok wynika z wcześniejszego niż zakładaliśmy rozpoczęcia cyklu podwyżek oraz z wyższego ich docelowego poziomu (z 1,5% do 3,5%), co z kolei ma główny wpływ na prognozy na rok 2023. Oprócz korekty wyniku odsetkowego podwyższamy też nasze oczekiwania na dynamikę kosztów ze względu na wysoką inflację. Warto zauważyć, że już uprzednio oczekiwaliśmy wysokiego wzrostu składki BFG. Finalnie, nieznacznie podwyższamy nasz koszt ryzyka do około 60 p.b. (poprzednio 50 p.b.). Jest to nadal poziom poniżej długoterminowej średniej, ale powinien również odzwierciedlić problemy niektórych klientów związanych ze spadkiem rozporządzalnego dochodu. Zmiana prognoz przekłada się na wzrost rentowności do 14%, poziomu ostatnio notowanego w 2013 roku. Uważamy, że taki poziom rentowności powinien także pozwolić na dalszy re-rating wskaźników wyceny banku. Przypominamy, że w latach 2010-15 bank notowany był na średni NTM P/E 12,6x i P/BV 1,7x, z premią wobec naszej wyceny 2023P na poziomie odpowiednio, 11,5x i 1,5x. PKO BP ze swoją najwyższą w polskim sektorze rentownością, potencjałem do wypłat dywidend i atrakcyjną wyceną jest naszym zdaniem naturalnym kandydatem na top-pick w 2022 roku.

### Franki – problem zaadresowany, ale nie rozwiązany

PKO BP odpisem z 2020 roku rozwiązał problem kwartalnych rezerw w najbliższych kwartałach. Na koniec listopada ugodami zainteresowanych było 16 000 klientów z czego 1 000 już je podpisało. Zainteresowani to 16% ogółu oraz 23% klientów, którzy wyrazili zainteresowanie podczas wstępnych ankiet. Warto zauważyć, że w przypadku utrzymania tempa z listopada problem powinien być praktycznie w całości zaadresowany w 2022 roku, ale naszym zdaniem byłby to scenariusz zbyt optymistyczny. Uważamy, że niepewność prawna oraz słaba złotówka działa na korzyść PKO i na razie nie prognozujemy większej ilości rezerw na kredyty frankowe.

### Nowy poziom rentowności

Podkreślamy, że podwyżki stóp procentowych powinny pomóc PKO BP osiągnąć ROE na poziomie 14% i to pomimo podatku bankowego. Wysoka rentowność przekłada się również na dywidendę, która przy stopie wypłaty na poziomie 50% przełoży się na DY 5%-6%. Z zagrożeń wymieniamy ryzyko polityczne oraz załamanie procesu ugodowego i skierowanie się w znacznie bardziej dotkliwy scenariusz sądowy.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	10 290,0	10 346,0	9 765,5	13 106,0	14 068,1
wynik pozaodsetkowy	4 574,0	4 430,0	5 396,0	5 347,9	5 564,4
koszty ogółem	6 342,0	6 312,0	6 460,3	7 112,7	7 270,7
zysk operacyjny	8 522,0	8 464,0	8 701,2	11 341,3	12 361,8
zysk netto	4 031,0	-2 557,0	4 813,1	6 557,5	7 279,0
C/I (%)	42,7	42,7	42,6	38,5	37,0
ROE (%)	10,0	-6,3	11,4	14,0	14,2
P/E (x)	15,4	-24,2	12,9	9,4	8,5
P/BV (x)	1,5	1,6	1,4	1,3	1,2
DPS (PLN)	1,33	0,00	0,00	1,93	2,62
stopa dywidendy (%)	2,7	0,0	0,0	3,9	5,3

cena bieżąca	49,53 PLN
cena docelowa	59,19 PLN
kapitalizacja	61,91 mld PLN
free float	43,69 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	210,2 mln PLN

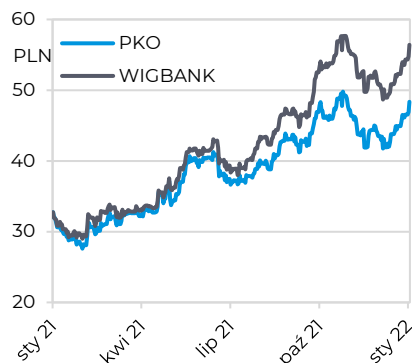
### Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,43%
NN OFE	8,55%
Aviva OFE	7,26%
Pozostali	54,76%

### Profil spółki

Bank ma największy w kraju portfel depozytów i kredytów detalicznych oraz drugi (po Pekao) portfel depozytów i kredytów korporacyjnych. Bank dysponuje zrównoważonym bilansem oraz ponadprzeciętnym poziomem współczynnika wypłacalności. Spółka posiada 99,6% udziałów w ukraińskim banku Kredobank, który jest odpowiedzialny za ok. 1% aktywów grupy.

### Kurs akcji PKO na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKO BP	59,19	50,65	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
PKO BP	49,53	59,19	+19,5%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+4,7%	+18,8%	+14,8%
zysk brutto		+5,2%	+28,9%	+20,4%
zysk netto		+4,0%	+34,1%	+24,2%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Pekao: kupuj (podtrzymana)

PEO PW; PEO.WA | banki, Polska

### Nadal z potencjałem

Pozostawiamy rekomendację kupuj dla Banku Pekao z wyższą ceną docelową na poziomie 155,55 PLN. Nasze prognozy zostały podniesione o +25% w 2022 roku i o +19% w 2023 roku. Zmiana prognoz napędzana jest przez przyspieszenie cyklu oraz wyższej prognozy stopy bazowej, której oczekujemy na poziomie 3,5% wobec 1,5% poprzednio. Podwyższamy także nasze oczekiwania odnośnie kosztu ryzyka do 51 p.b. ze względu na dalszy rozwój portfela pożyczek konsumenckich oraz wyższego poziomu stóp. Warto jednak zauważyć, że poziom kosztu ryzyka nadal pozostaje jednym z najniższych w sektorze. Nasza prognoza znajduje się 15% poniżej konsensusu na 2021 rok (odpis na franki w 4Q), ale +11%-2% powyżej na lata 2022-23. Na naszej cenie docelowej Bank Pekao wyceniony jest na 2023 P/E 11,2x i P/BV 1,3x. Uważamy, że Pekao już nie zasługuje na wskaźniki wyceny z lat 2010-15 kiedy notowany był P/BV 1,9x ze względu na niższy kapitał nadwyżkowy, a co za tym idzie potencjał do wypłat dywidend oraz zmiany właścicielskie. Rynek obecnie wycenia Pekao na NTM P/E 11,3x, który jest naszym zdaniem zbyt niski biorąc pod uwagę prognozowany DY (4%-7%) i rentowność.

### Koszt ryzyka nadal poniżej średniej

Jakość aktywów pozostaje wymienną ze wskaźnikiem NPL na poziomie 5,5% (3,5% w detalu), poniżej długoterminowej średniej. Koszt ryzyka w 3Q wyniósł zaledwie 37 p.b. odzwierciedlając pozytywne trendy. W kolejnych latach oczekujemy lekkiego wzrostu kosztu ryzyka z 46 p.b. w 2021 roku do 51 p.b. w 2022, ponieważ część klientów może mieć trudności związane z wysoką inflacją i wzrostem obciążeń z tytułu rat. Warto jednak zauważyć, że Pekao cały czas posiada rezerwę „Covidową” w wysokości 830 mln PLN, której rozwiązanie może pokryć np. rezerwy związane z frankami.

### Dywidenda z potencjałem

Wzrost wyników Pekao powinien przełożyć się w naturalny sposób na dywidendę. W kolejnych latach zakładamy stabilną wypłatę na poziomie 75%, co przełoży się na 4% DY w 2022 roku i 7% w 2023 roku. Należy jednak pamiętać, że KNF nie wyklucza dywidend z kapitałów nadwyżkowych. Na koniec 3Q'21 zysk niepodzielony na akcję Pekao wyniósł 6,42 PLN (DY 5%), a rezerwa na Covid, która powinna zostać rozwiązana 3,16 PLN (75% wypłaty przekłada się na DY 1,7%). Przy pomyślnych decyzjach Zarządu, Pekao może stać się czempionem dywidendy w 2022 roku, co stanowić będzie dodatkowy upside do naszej wyceny.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	5 468,0	5 202,0	5 430,9	7 498,5	8 328,1
wynik pozaodsetkowy	2 836,1	2 670,0	2 983,2	3 036,3	3 123,4
koszty ogółem	3 991,8	3 848,8	4 225,1	4 585,8	4 805,3
zysk operacyjny	4 312,4	4 023,2	4 189,0	5 948,9	6 646,3
zysk netto	2 165,0	1 101,7	1 695,6	3 159,9	3 638,5
C/I (%)	48,6	49,5	51,0	44,2	42,7
ROE (%)	9,4	4,5	6,5	11,3	12,1
P/E (x)	16,5	32,4	21,0	11,3	9,8
P/BV (x)	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
DPS (PLN)	6,60	0,00	3,21	4,85	9,03
stopa dywidendy (%)	4,9	0,0	2,4	3,6	6,6

cena bieżąca	135,95 PLN
cena docelowa	155,55 PLN
kapitalizacja	35,68 mld PLN
free float	23,98 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	201,1 mln PLN

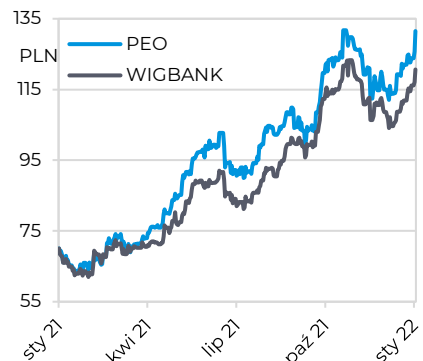
### Struktura akcjonariatu

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

### Profil spółki

Bank ma drugi największy w Polsce portfel depozytów i kredytów korporacyjnych, drugą największą bazę depozytów detalicznych i trzeci największy portfel kredytów detalicznych. Pekao jest jednym z najlepiej dokapitalizowanych banków giełdowych ze współczynnikiem kapitałów własnych (Tier 1) na poziomie ponad 17%. Spółka zamierza wykorzystać nadwyżkowy kapitał zarówno na wzrost organiczny, jak i na przejęcia.

### Kurs akcji PEO na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Pekao	155,55	130,00	kupuj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	Pekao	135,95	155,55

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	+1,1%	+14,2%
zysk brutto	+4,9%	+19,1%	+14,4%
zysk netto	+10,2%	+25,4%	+19,2%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Santander Bank Polska: trzymaj (obniżona)

SPL PW; SPL1.WA | banki, Polska

### Frankowy zawód

Obniżamy naszą rekomendację akumuluj do trzymaj, ale podwyższamy cenę docelową do 399,35 PLN na akcję. Wysoki prognozowany poziom stóp procentowych (3,5% w 2022 roku) z jednej strony pozytywnie odbija się na naszej prognozie wyniku odsetkowego, ale też negatywnie na koszcie ryzyka i kosztach osobowych (wysoka inflacja). Dlatego też, pomimo jednej z największej wrażliwości na podwyżki stopy bazowej nasza prognoza wyniku netto na 2023 rok została podwyższona o zaledwie 18%. Jednocześnie jesteśmy rozczarowani brakiem jednoznacznej decyzji odnośnie przyszłości portfela kredytów frankowych. Odpis w 4Q'21 jest relatywnie duży (561 mln PLN), ale niewystarczający aby pokryć umowy na zasadach KNF. Oznacza to, że w 2022 roku Santander zmierzy się znowu z odpisami na kredyty CHF (prognozujemy 1,7 mld PLN odpisu), co znowu negatywnie odbije się na rentowności (2022 ROE = 5,5%) oraz dywidendzie w 2023 roku (DY ~1%). Dlatego też uważamy, że spośród analizowanych przez nas banków istnieją lepsze okazje inwestycyjne wśród dużych banków, takie jak Pekao czy PKO BP.

### Franki największym znakiem zapytania

Zarząd banku nadal nie podjął decyzji co zrobić ze swoją ekspozycją na kredyty frankowe. Wszystkie banki ze znaczącą ekspozycją (m.in. PKO, Millennium, BNP, BOS) ogłosiły przystąpienia do ugód na własnych warunkach lub KNF. Z wypowiedzi prasowych przedstawicieli banku wynika, że Santander traktuje przystąpienia do ugód poważnie, ale żadnej jasnej deklaracji do tej pory nie było. Cały czas obstawiamy, że bank zdecyduje się na przystąpienie do programu ugód z kredytobiorcami frankowymi, ale rezerwę zaksięguje już nie w 2021 roku, ale w 2022 roku. Powoduje to, że musimy podwyższyć nasze oczekiwania strat związane z frankami (mniej chętnych na umowy, a więcej na sąd) i odpis na 2022 rok do 1,7 mld PLN.

### Coraz gorsza wrażliwość na podwyżki

Według banku każda kolejna podwyżka stóp procentowych przekłada się na coraz niższy wpływ na wynik odsetkowy. Przy wzroście stóp do poziomu 50 p.b. bank szacował wpływ na wynik odsetkowy pomiędzy 0,8 mld PLN a 1 mld PLN (na każde 100 bps), po wzroście stopy do 1,25% pomiędzy 0,7 mld PLN a 0,8 mld PLN zaś po wzroście do obecnych 2,25% pomiędzy 0,6 mld PLN a 0,7 mld PLN. Uważamy, że wynika to z oczekiwań banku odnośnie poziomu depozytów terminowych, które mogą być zbyt pesymistyczne. Zakładamy, że ze względu na wysoką inflację i znaczący spadek rozporządzalnego dochodu depozyty terminowe nie wzrosną do poziomu z lat 2012-14 (~50%), a jedynie do około 38%. Oznacza to, że wrażliwość Santander na podwyżki może być nieco wyższa od obecnie zakładanej.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	6 580,2	5 888,1	5 730,1	7 639,8	8 641,8
wynik pozaodsetkowy	2 904,3	2 759,2	3 215,4	3 160,2	3 265,9
koszty ogółem	4 339,7	4 209,7	3 928,4	4 262,1	4 535,5
zysk operacyjny	5 144,8	4 437,6	5 017,1	6 537,8	7 372,2
zysk netto	2 138,3	1 037,2	940,3	1 567,6	3 714,9
C/I (%)	45,8	48,7	43,9	39,5	38,1
ROE (%)	8,5	4,0	3,4	5,5	12,1
P/E (x)	18,4	37,9	41,8	25,1	10,6
P/BV (x)	1,5	1,5	1,4	1,4	1,2
DPS (PLN)	19,72	0,00	2,16	2,76	4,61
stopa dywidendy (%)	5,1	0,0	0,6	0,7	1,2

cena bieżąca	385,00 PLN
cena docelowa	399,35 PLN
kapitalizacja	38,21 mld PLN
free float	12,43 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	45,9 mln PLN

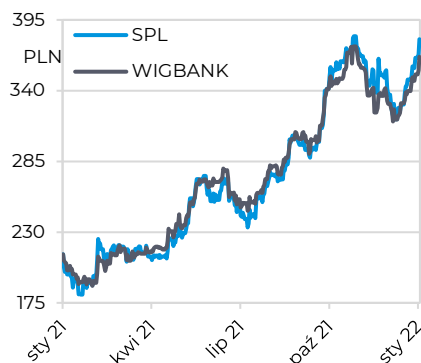
### Struktura akcjonariatu

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

### Profil spółki

Portfel kredytowy Santander ma charakter uniwersalny z lekkim przeważeniem w stronę segmentu korporacyjnego. Niemniej jednak wraz z konsolidacją Santander Consumer Bank udział kredytów detalicznych w portfelu znacząco wzrósł. Współczynnik wypłacalności SPL znajduje się na poziomie 15,6%. Celem strategicznego inwestora, Santander, jest głównie wygenerowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy poprzez kontrolę kosztów i wzrost udziału rynkowego banku do 12%.

### Kurs akcji SPL na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Santander	399,35	345,80	trzymaj	akumuluj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Santander	385,00	399,35	+3,7%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+2,6%	+11,5%	+9,9%
zysk brutto		+161,3%	-18,7%	+12,5%
zysk netto		n.m.	-37,8%	+17,5%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## ING BSK: akumuluj (podtrzymana)

ING PW; INGP.WA | banki, Polska

### O stopach i wolumenach

Utrzymujemy rekomendację akumuluj i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 305,00 PLN. Nasze prognozy na lata 2021/22/23 zostały podwyższone o odpowiednio 11/31/24%. ING jest jednym z najmniej wrażliwych banków na wzrost stopy procentowej, to ta niższa wrażliwość jest balansowana przez wzrost portfela kredytowego. Warto zaznaczyć, że portfel należności od klientów korporacyjnych odrobił straty z pierwszych kwartałów pandemii, a oczekiwany wzrost znaczenia inwestycji w 2022 roku jako komponentu PKB, powinien dalej wspomagać pozytywny trend. W efekcie oczekujemy dalszego wzrostu wskaźnika L/D do około 88% w 2023 roku. Jeżeli chodzi o koszty ryzyka to spodziewamy się, że w krótkim terminie (4Q'21) ulegną one podwyższeniu ze względu na falę obniżek prognoz PKB na 2022 rok, która w automatyczny sposób powinna przełożyć się na wyższych CoR. W średnim terminie oczekujemy normalizacji i stabilizacji CoR na poziomie 45 p.b. w 2022 i 2023 roku. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ING zaczął oferować ugody klientom z kredytami CHF, uważamy że pociągnie to za sobą dodatkowe rezerwy na te kredyty (około 100 mln PLN) w 4Q'21, które wg naszych założeń będą ostatnimi jakie ING zawiąże na kredyty CHF. Pod względem dywidendy nie spodziewamy się fajerwerków, mimo dobrej sytuacji kapitałowej i potencjalnym spełnieniu wymogów do wypłaty 100% zysku netto, oczekujemy payout ratio na poziomie 50% zarówno w 2022 jak i 2023 roku, jednocześnie pamiętając, że ING ma do dyspozycji 1158 mln PLN zysków niepodzielnych z lat ubiegłych, które ewentualnie mogą wspomóc strumień dywidend. Wg naszych prognoz ING powinien osiągnąć ROE na poziomie około 13% w najbliższych dwóch latach, a nasza wycena na fair value w latach 2021-23 to odpowiednio 2,0/1,8/1,7x P/BV, co może wydawać się poziomem wysokim na tle sektora, jednak patrząc na historyczne zestawienie wyceny ING i rentowności już tak nie jest.

### Akcja kredytowa nie zwalnia

Podobnie jak w poprzednim raporcie podkreślamy imponujący wzrost akcji kredytowej w ING, zakładamy że w najbliższym czasie do cały czas zadowalającej sprzedaży hipotek dołączą poprawiające się wolumeny w korpo. Sam bank nie ukrywa, że mocno liczy na zwiększony popyt w tym segmencie. Przewidywany przez nas CAGR książki kredytowej w latach 2019-23 to 7,8%, co biorąc pod uwagę okres pandemii jest świetnym wynikiem. Przyjmując 3Q'21 jako bazę, wzrost stóp procentowych odpowiada za 77% wzrostu NII w 2022 roku, a za 23% odpowiada wzrost bilansu przy wyższej stopie procentowej, zaś średnia dla naszego coverage to 90% i 10%. To pokazuje, jaką siłę ING czerpie ze wzrostu swojego bilansu w porównaniu do innych banków.

### Wycena wysoka uzasadniona historycznie

W dalszym ciągu ING jest najwyżej wycenianym przez nas polskim bankiem. Bank historycznie jest wyceniany z premią do sektora ze względu na dostarczany wzrost i corporate governance, dlatego biorąc pod uwagę, że ROE w najbliższych latach powinno osiągnąć poziom około 13%, a problem kredytów CHF wydaje się być rozwiązany, uważamy że wycena na poziomie 1,7-2,0x na P/BV jest rozsądna i mieści się w historycznych ramach.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 325,1	4 541,8	4 859,5	6 289,2	6 581,1
wynik pozaodsetkowy	1 464,7	1 672,8	1 956,7	2 004,7	2 058,0
koszty ogółem	2 497,4	2 762,5	2 975,6	3 206,2	3 391,9
zysk operacyjny	3 292,4	3 452,1	3 840,6	5 087,7	5 247,3
zysk netto	1 658,7	1 337,6	2 134,2	2 880,3	2 935,1
C/I (%)	43,1	44,5	43,7	38,7	39,3
ROE (%)	11,6	7,9	11,1	13,8	12,9
P/E (x)	22,0	27,2	17,1	12,6	12,4
P/BV (x)	2,4	2,0	1,8	1,7	1,5
DPS	3,50	0,00	5,10	8,20	11,07
stopa dywidendy (%)	1,2	0,0	1,8	2,9	4,0

cena bieżąca	280,00 PLN
cena docelowa	305,00 PLN
kapitalizacja	36,42 mld PLN
free float	9,10 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,7 mln PLN

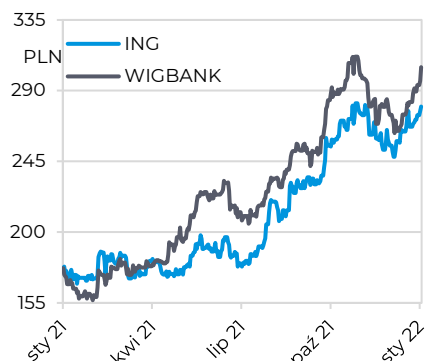
### Struktura akcjonariatu

ING Bank N.V.	75,00%
Aviva OFE	8,50%
Pozostali	16,50%

### Profil spółki

Bank posiada szeroką ofertę produktową skierowaną zarówno do klientów detalicznych, jak i korporacyjnych. Spółka charakteryzuje się jednym z najniższych wśród banków giełdowych wskaźnikiem kredyty/depozytów – ok. 86%. Nadwyżki płynnościowe lokowane są w papiery dłużne, głównie polskie obligacje rządowe. Baza depozytowa zdominowana jest przez oszczędności detaliczne. W portfelu kredytowym dominują kredyty korporacyjne, chociaż bank stopniowo zdobywa udziały rynkowe w kredytach detalicznych, a w szczególności hipotecznych.

### Kurs akcji ING na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
ING BSK	305,00	250,00	akumuluj	akumuluj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	ING BSK	280,00	305,00

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	+3,3%	+14,8%
zysk brutto	+7,8%	+26,8%	+19,6%
zysk netto	+11,2%	+31,3%	+23,6%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## BNP Paribas Bank Polska: akumuluj (obniżona)

BNPPPL.PW; BNPI.WA | banki, Polska

### Podaż akcji coraz bliżej

Obniżamy naszą rekomendację kupuj do akumuluj. Nasze prognozy na rok 2022 podnosimy o 12%, a na rok 2023 o 2%. Rewizja prognoz zakłada nowy poziom docelowy stopy bazowej (3,5% vs 1,5% poprzednio), wcześniejsze rozpoczęcie i zakończenie cyklu podwyżek, ale również zdecydowanie mniejszą wrażliwość na podwyżki wobec 2020 roku i wyższy koszt ryzyka, który będzie naszym zdaniem napędzany przez niższy rozporządzalny dochód konsumentów. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, BNP Paribas stworzyło znaczącą rezerwę na kredyty frankowe w 4Q dzięki czemu, naszym zdaniem, bank nie będzie musiał obciążać wyników rezerwami frankowymi w kolejnych kwartałach. Nasze prognozy wskazują, że BNP Paribas powinno osiągnąć ROE na poziomie około 10-11% w kolejnych dwóch latach co z kolei otworzy drogę do wypłaty dywidendy. Udana akwizycja może zachęcić BNP do dalszych przejęć tak aby bank był w Top3 w Polsce. Z drugiej strony nie zapominamy, a wręcz już oczekujemy podaży akcji od głównego akcjonariusza zgodnie z jego zobowiązaniem od KNF. Po niezwykłym rajdzie na kursie akcji, który miał miejsce od 2020 roku uważamy, że nadal jest potencjał wzrostu, ale z mniejszych banków preferujemy obecnie Alior Bank.

### BNP znacząco obniża oczekiwania odnośnie wpływu podwyżek

BNP Paribas znacząco obniżyło swoje oczekiwania odnośnie wpływu podwyżek na wynik odsetkowy. O ile przy obniżkach w 2020 roku wrażliwość wyniku odsetkowego znajdowała się w przedziale 279-336 mln PLN na każde 100 p.b. to przy podwyżkach wrażliwość ta spadła do 122-139 mln PLN na każde 100 p.b. (~minus 60%). Zgodnie z prognozą Zarządu skorygowaliśmy nasze oczekiwania odnośnie wyniku odsetkowego i pomimo wzrostu prognozy na stopę bazową z 1,5% do 3,5%, prognoza wyniku odsetkowego rośnie zaledwie o 9%-7% w latach 2022/23.

### Coraz bliżej podaży akcji

Do końca 2023 roku BNP Paribas zobowiązany jest zwiększyć free float w polskim oddziale do co najmniej 25%. Sam proces rozpoczął się już w 2021 przez sprzedaż udziału 5,07% (1,26% BNP, a 3,81% Rabobank) i zwiększeniem free float do 12,56%. Cena sprzedaży udziałów wyniosła 63 PLN/akcję, a dyskonto 15,5%. Oznacza to, że do sprzedaży pozostaje 12,44% akcji banku. Biorąc pod uwagę, że BNP Paribas powinno mieć problemy frankowe za sobą, ROE na poziomie około 11%, przyszły DY na poziomie 3% (2022 rok) i cenę docelową na poziomie 105 PLN na akcję rekomendujemy wzięcie udziału w sprzedaży akcji nawet po obecnym kursie.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 168,8	3 060,1	3 075,4	3 597,5	3 943,5
wynik pozaodsetkowy	1 654,8	2 015,7	1 919,4	2 008,4	2 078,9
koszty ogółem	3 195,5	2 876,7	2 780,8	2 895,8	3 017,9
zysk operacyjny	1 628,1	2 199,1	2 214,0	2 710,1	3 004,5
zysk netto	614,7	733,1	147,4	1 406,4	1 555,9
C/I (%)	66,2	56,7	55,7	51,7	50,1
ROE (%)	5,7	6,3	1,2	10,9	11,0
P/E (x)	23,3	19,5	97,0	10,2	9,2
P/BV (x)	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,30	2,86
stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,3	3,0

cena bieżąca	97,00 PLN
cena docelowa	105,00 PLN
kapitalizacja	14,30 mld PLN
free float	1,80 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,1 mln PLN

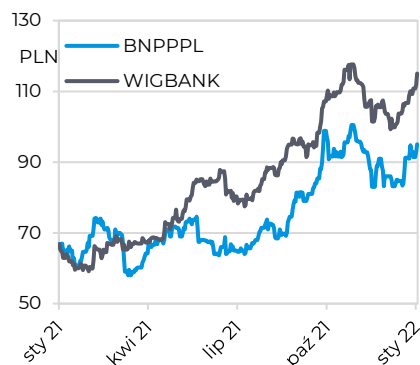
### Struktura akcjonariatu

BNP Paribas	87,44%
Pozostali	12,56%

### Profil spółki

BNP Paribas Bank Polska to uniwersalny bank komercyjny z przewagą kredytów korporacyjnych (61%) w portfelu, a w tym z dużą ekspozycją na segment rolniczy. Bank w przeciągu ostatnich 7 lat czterokrotnie zwiększył sumę bilansową plasując się na 6 miejscu największych banków w Polsce. Dotychczas bank rósł przez akwizycję wliczając Bank BGŻ, Sygma Bank czy Raiffeisen Polbank. W kolejnych latach oczekujemy, że BNP będzie dalej zwiększało efektywność oraz położy większy nacisk na klienta detalicznego.

### Kurs akcji BNP na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
BNP Paribas BP	105,00	102,48	akumuluj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
BNP Paribas BP	97,00	105,00	+8,2%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+1,9%	+6,0%	+4,3%
zysk brutto		-30,6%	+10,1%	+1,8%
zysk netto		-77,1%	+12,1%	+2,2%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Millennium: trzymaj (podtrzymana)

MIL.PW; MILP.WA | banki, Polska

### Między młotem a kowadłem

Zmieniamy naszą cenę docelową na 8,40 PLN, utrzymując rekomendację trzymaj. Od kilku kwartałów jak mantra powtarzamy, że na poziomie operacyjnym Millennium radzi sobie dobrze, ale w przypadku tego banku nie można abstrahować od ryzyka CHF. W najnowszej strategii bank jasno dał do zrozumienia, że nie jest gotowy na przystąpienie do programu ugód wg zasad KNF w najbliższym czasie i nie dokona dużego jednorazowego odpisu na ryzyko związane z kredytami CHF. W efekcie spodziewamy się, że Millennium będzie dalej zawiazywał kwartalne rezerwy na ryzyko prawne oraz oferował ugody na własnych zasadach. Plus tego działania jest taki, że bank utrzyma relatywnie duży bufor kapitałowy oraz że przy bardzo pozytywnym obrocie spraw może ostatecznie pokazać niższe koszty CHF niż konkurencja, minus jest taki, że rentowność banku będzie nadal bardzo niska, podczas gdy konkurencja będzie raportować dwucyfrowe ROE, do tego przy negatywnym obrocie spraw bank naraża się na większe ryzyko prawne. Nasze prognozy na lata 2022 i 2023 na poziomie operacyjnym rosną o 28% i 17% odpowiednio, jednakże na poziomie zysku netto wskazujemy na silny spadek prognoz właśnie związanych z rezerwami na ryzyko prawne oraz kosztami ugód. Wg naszych prognoz Millennium osiągnie ROE na poziomie około 4% w 2022 roku i około 10% w 2023 roku. Skoro na rentowność w Millennium będzie trzeba poczekać, a bank nie przystępując do ugód na zasadach KNF naraża się na większe ryzyko prawne niż pozostałe banki z problemem kredytów CHF, uważamy, że Millennium cały czas zasługuje na dyskonto względem polskiego sektora dlatego na fair value wyceniamy bank na 1,2x P/BV na koniec 2022 rok i na 1,1x P/BV na koniec 2023 roku.

### Koszty CHF na nowo

Zmieniamy podejście do rezerw na kredyty CHF w Millennium. Obniżamy prognozowane rezerwy w 2021 roku o 1,5 mld PLN i o tyle samo podnosimy sumarycznie w 2022 i 2023 roku z akcentem na 2022 rok. Po okresie szczegółowej prognozy zakładamy jeszcze koszty w wysokości około 300 mln PLN. Dodatkowo zakładamy, że Millennium będzie kontynuował własny program ugód, ale jego koszty będą rosnąć (najbardziej skłonni klienci już się skonwertowali), dlatego zakładamy 400 mln PLN kosztów ugód w 2022 roku i 430 mln PLN kosztów ugód w 2023 roku przy utrzymaniu konwersji na poziomie około 6-7 tys. rocznie. W efekcie zakładamy, że (łącznie z już zawiązanymi) rezerwy na kredyty CHF w Millennium wyniosą 5,1 mld PLN, zaś koszty ugód w latach 2021-23 szacujemy na 1150 mln PLN.

### „Franki” nie pozwalają na wyższą wycenę

Chociaż cel strategiczny zysku netto w 2024 roku na poziomie 2 mld PLN jest imponujący i bardzo ambitny, a jego realizacja oznaczałaby duży upisde w wycenie, to zwracamy uwagę na dwie rzeczy. Po pierwsze przedstawiony cel nie uwzględnia rezerw na CHF, po drugie mówimy o celu za 3 lata. Do tego czasu Millennium będzie miało niższą rentowność niż reszta sektora oraz podwyższone ryzyko związane z kredytami CHF. Dlatego nadal wyceniamy Millennium z dyskontem, które powinno się zmniejszać z upływem czasu.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	2 436,9	2 548,6	2 679,6	3 775,9	3 923,9
wynik pozaodsetkowy	1 115,2	1 235,3	1 020,7	896,6	871,4
koszty ogółem	1 841,7	2 015,4	1 772,6	1 897,7	1 993,5
zysk operacyjny	1 710,4	1 768,5	1 927,7	2 774,7	2 801,8
zysk netto	560,7	22,8	-1 088,4	315,1	910,8
C/I (%)	51,8	53,3	47,9	40,6	41,6
ROE (%)	6,5	0,3	-12,8	3,9	10,5
P/E (x)	19,5	480,1	-10,1	34,8	12,0
P/BV (x)	1,2	1,2	1,4	1,3	1,2
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

cena bieżąca	9,03 PLN
cena docelowa	8,40 PLN
kapitalizacja	10,92 mld PLN
free float	5,46 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	18,4 mln PLN

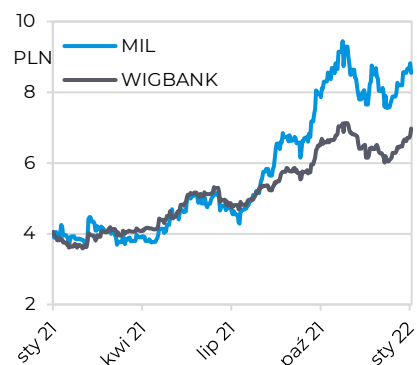
### Struktura akcjonariatu

Millennium BCP	50,10%
NN OFE	9,06%
PZU OFE	7,06%
Aviva OFE	6,33%
Pozostali	27,45%

### Profil spółki

Millennium jest siódmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 4%. Bank zarówno po aktywnej, jak i pasywnej stronie bilansu jest zdominowany przez segment detaliczny. Około 59% portfela kredytowego stanowią kredyty hipoteczne, z których ok. 66% stanowią kredyty walutowe. Oczekujemy, że ze względu na wysokie wymagania regulacyjne oraz rekomendacje KNF, bank nie wypłaci dywidendy co najmniej przez najbliższe 4-5 lat.

### Kurs akcji MIL na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Millennium	8,40	7,30	trzymaj	trzymaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Millennium	9,03	8,40	-7,0%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		-3,0%	+14,9%	+10,7%
zysk brutto		n.a	-30,1%	-2,6%
zysk netto		n.a	-64,2%	-12,1%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Handlowy: kupuj (podtrzymana)

BHW PW; BHW.WA | banki, Polska

### Wzrost małym kosztem

Podtrzymujemy rekomendację kupuj i podnosimy cenę docelową do poziomu 75,00 PLN. Jest to oczywiście pokłosie wyższych i szybszych podwyżek stóp procentowych. Dodatkowo ze względu na szybko rosnące rentowności obligacji wierzymy, że Handlowy odbuduje swój portfel dłużny, a jego kontrybucja do wyniku odsetkowego będzie zauważalnie wyższa. Oprócz tego wierzymy również, że ożyje księżka kredytowa Handlowego, a dokładnie jej korporacyjna część, która w czasie pandemii skurczyła się zauważalnie. Prognozujemy 6% wzrost portfela korpo w 2022 roku i 7% w 2023 roku, co będzie głównym czynnikiem stojącym za wzrostem bilansu. Przedstawione założenia strategiczne Banku Handlowego uważamy, za prawdopodobne i zbieżne z naszymi prognozami, zaznaczamy jednak, że zarówno nasze prognozy, jak i strategia Handlowego były sporządzane przy założeniu, że segment detaliczny nie zostanie sprzedany. Sprzedaż części detalicznej w oczywisty sposób zmieniłaby optykę i możliwości banku, zwłaszcza przy rosnących stopach procentowych. W ramach strategii Handlowy planuje osiągnięcie ROE powyżej 12% w 2024 roku, co uważamy za cel osiągalny, o ile stopy procentowe utrzymają się do tego czasu na poziomie 3,5%. W naszych prognozach zakładamy, że Handlowy osiągnie ROE na poziomie 12% w 2022 roku i 13,3% w 2023 roku, długookresowo jednak zakładamy spadek stopy procentowej do poziomu 2,5%, więc ROE 12% w 2024 roku nie jest przesądzone. Na fair value wyceniamy Handlowego na 1,2x P/BV, co oznacza upside wobec bieżącej ceny docelowej.

### Odsetkowy odbije dzięki stopom i lepszej strukturze bilansu

Gdy Handlowy realizował zyski na portfelu papierów wartościowych, rentowność polskich obligacji 10-letnich była na poziomie około 1,5%, obecnie jest na poziomie około 3,7%. Uważamy, że przy tych poziomach Handlowy znacznie optymalizować strukturę bilansu, co dodatkowo wzmocni odbicie wyniku odsetkowego wywołane wyższymi stopami procentowymi. W 4Q'20 przychody z tytułu odsetek z instrumentów dłużnych wynosiły 77 mln PLN, zaś po sprzedaży portfela obligacji w 2Q'21 analogiczne przychody wyniosły zaledwie 28,5 mln PLN. To pokazuje jaki potencjał wzrostu wyniku leży w samej optymalizacji struktury bilansu, która w obecnym otoczeniu staje się coraz bardziej realna. W naszych prognozach NII Handlowego rośnie w 2022 roku o 118%, zaś w 2023 roku o kolejne 13%. To tylko pokazuje jak trudnym okresem dla Handlowego było środowisko stóp procentowych bliskich 0. Portfel kredytów detalicznych, który w dużej mierze składa się ze zobowiązań kartowych powinien zacząć na siebie zarabiać, a cały segment detaliczny powinien wrócić do rentowności.

### Ambitne ROE w 2024 przemawia za wyższą dywidendą

Uważamy, że aby zwiększyć szansę na realizację celu strategicznego w postaci ROE na poziomie 12% w 2024 roku, Handlowy będzie chciał wypłacać więcej niż 75% zysku w formie dywidendy, dlatego nadal twierdzimy, że Handlowy wypłaci zyski niepodzielone z lat ubiegłych, a dywidenda w latach 2022/2023 wyniesie odpowiednio 5,64 PLN i 7,49 PLN. Wypłata zysków niepodzielonych będzie odpowiadała około 1,83 PLN na akcję w każdym roku.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	1 153,7	1 001,7	738,3	1 614,0	1 825,4
wynik pozaodsetkowy	1 091,5	1 127,7	1 612,2	1 215,6	1 244,8
koszty ogółem	1 243,6	1 283,5	1 251,9	1 303,0	1 364,8
zysk operacyjny	1 001,6	845,8	1 098,7	1 526,6	1 705,4
zysk netto	480,1	172,4	662,8	985,8	1 120,9
C/I (%)	55,4	60,3	53,3	46,0	44,5
ROE (%)	6,8	2,4	8,5	12,0	13,3
P/E (x)	17,3	48,1	12,5	8,4	7,4
P/BV (x)	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
DPS	3,74	0,00	1,20	5,64	7,49
stopa dywidendy (%)	5,9	0,0	1,9	8,9	11,8

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

cena bieżąca	63,50 PLN
cena docelowa	75,00 PLN
kapitalizacja	8,29 mld PLN
free float	2,07 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,5 mln PLN

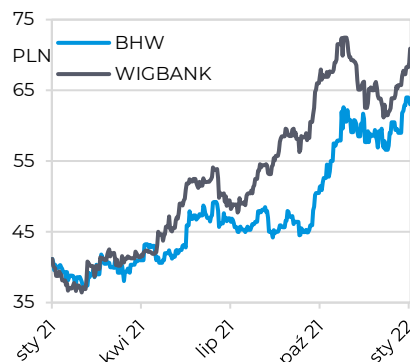
### Struktura akcjonariatu

Citibank Overseas Investment Corporation	75,0%
Pozostali	25,0%

### Profil spółki

Bank koncentruje się na obsłudze dużych międzynarodowych klientów korporacyjnych, co jest odzwierciedlone w dominacji segmentu korporacyjnego zarówno w depozytach, jak i kredytach. W detalu bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Bank charakteryzuje się konserwatywnym bilansem i relatywnie niskim wskaźnikiem L/D.

### Kurs akcji BHW na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Handlowy	75,00	55,00	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Handlowy	63,50	75,00	+18,1%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+2,0%	+33,2%	+32,5%
zysk brutto		+6,6%	+90,3%	+78,7%
zysk netto		+8,0%	+130,3%	+103,5%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)



czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Alior Bank: kupuj (podtrzymana)

ALR PW; ALR.WA | banki, Polska

### Brzydkie kaczątko rok później

Podwyższamy naszą cenę docelową do 75,00 PLN i utrzymujemy rekomendację kupuj. Alior jest jednym z największych beneficjentów podwyżki stóp procentowych, dlatego szybsze i wyższe niż do tej pory oczekiwaliśmy podwyżki stóp mocno wpływają na prognozy i wycenę Aliora. Nasza prognoza na lata 2022/23 rośnie o 91%/51%, co w większości należy przypisać do wyższego NII. CoR utrzymujemy na poziomie 185-190 p.b, ze względu na gorszą spodziewaną sytuację konsumenta oraz przedsiębiorców. Z negatywnych zmian, wyróżniamy wzrost prognozy kosztów ze względu na wyższą od oczekiwanej presję inflacyjną. Struktura bilansu Aliora sprawia, że bank jest dobrze spozycjonowany na rosnące stopy procentowe (37% kredytów brutto to NML). Sytuacja płynnościowa również przemawia za tym, że Alior nie będzie windował oferty oszczędnościowej dla klientów detalicznych ponad to co oferuje konkurencja. Dodatkowo naszym zdaniem, pomimo wzrostu oprocentowania realne oprocentowanie produktów oszczędnościowych nadal będzie ujemne, a więc mało atrakcyjne dla klientów, dlatego zakładamy powrót udziału depozytów terminowych do poziomu z końca 2019 roku. Chociaż od czasu naszego raportu z listopada 2020 roku, w którym to wskazaliśmy na banki jako oczywistą inwestycję na 2021 rok, kurs Aliora wzrósł ponad 3 krotnie, naszym zdaniem Alior cały czas oferuje potencjał wzrostu. Skala poprawy wyników jest na tyle duża, że w 2023/24 mogą się pojawiać coraz częstsze pytania o dywidendę. Nasza prognoza ROE na lata 2022-23 to około 14%, zaś wycena fair value na koniec 2021 roku to 1,4x, zaś na koniec 2022 roku to około 1,2x.

### Wynik odsetkowy kołem zamachowym

Zgodnie z naszymi prognozami NII Aliora w 2022 roku wzrośnie o 40%, zaś w 2023 roku o kolejne 12%. Z czego w 2022 roku za większość wzrostu odpowiadają stopy procentowe, zaś w 2023 roku efekt jest bardziej podzielony pomiędzy wyższe stopy i wyższy bilans. Chociaż Alior jako jeden z pierwszych banków wyszedł z nową ofertą oszczędnościową, to nie obawiamy się o nadmierny wzrost kosztów finansowania. Sytuacja płynnościowa banku jest na tyle dobra, że Alior nie musi walczyć o depozyty, co oznacza że realne oprocentowanie produktów oszczędnościowych powinno pozostać negatywne, a więc mało atrakcyjne dla klientów.

### Odrobiona lekcja z kosztów ryzyka?

Chociaż CoR w Aliorze nadal będzie utrzymywał się powyżej średniej sektora, bank notuje systematyczną poprawę w tej kategorii. Naszym zdaniem w 2022 roku Alior zaraportuje CoR na poziomie 189 p.b, zaś w 2023 roku na poziomie 184 p.b., co jest poziomem podobnym jak w poprzedniej prognozie. Z jednej strony uważamy, że duża praca została już wykonana, ale z drugiej spodziewamy się, że 2022 może być rokiem trudnym dla konsumenta, dlatego utrzymujemy naszą prognozę. Nie jesteśmy w stanie przewidzieć zdarzeń jednorazowych, a historyczna książka korporacyjna, pomimo licznych przeglądów, wciąż budzi niepewność, to jednak uważamy, że Alior Bank uporał się z większością problemów z jakością aktywów, ale ze względu na możliwe pogorszenie sytuacji konsumenta utrzymujemy dyskonto w wycenie.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 184,3	2 848,7	2 759,9	3 877,8	4 335,3
wynik pozaodsetkowy	950,1	937,2	988,4	991,8	998,5
koszty ogółem	1 975,7	1 905,3	1 714,6	1 851,5	1 960,8
zysk operacyjny	2 158,7	1 880,6	2 033,7	3 018,2	3 373,0
zysk netto	248,3	-311,2	514,6	1 064,7	1 326,6
C/I (%)	47,8	50,3	45,7	38,0	36,8
ROE (%)	3,8	-4,7	7,5	13,9	14,7
P/E (x)	32,2	-25,7	15,5	7,5	6,0
P/BV (x)	1,2	1,2	1,1	1,0	0,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

cena bieżąca	61,90 PLN
cena docelowa	75,00 PLN
kapitalizacja	8,06 mld PLN
free float	5,49 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	44,3 mln PLN

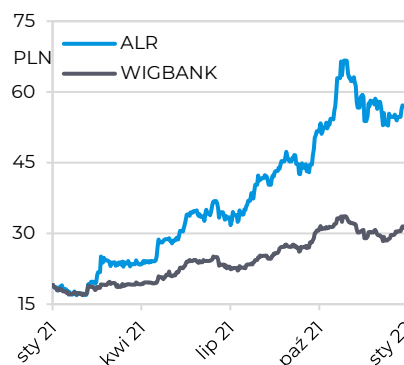
### Struktura akcjonariatu

PZU SA, PZU SFIO UNIVERSUM	31,91%
NN OFE	9,69%
Aviva OFE	7,25%
Pozostali	51,15%

### Profil spółki

Alior Bank jest uniwersalnym bankiem, którego portfel składa się w 58% z kredytów detalicznych i 42% z korporacyjnych. Na przestrzeni lat Alior przejął Skok Jaworzno, a także dokonał fuzji z Meritum Bankiem oraz częścią działalności Banku BPH. Bank należy do Grupy PZU, dzięki czemu czerpie coraz większe synergije przychodowe ze sprzedaży produktów bancassurance. Charakterystyczna dla banku jest relatywnie wysoka marża odsetkowa, która jest w bilansowana podwyższonymi kosztami ryzyka.

### Kurs akcji ALR na tle WIG Banki



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Alior Bank	75,00	55,00	kupuj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Alior Bank	61,90	55,00	+21,2%

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P			2022P			2023P		
	WZROST	ROE	ROE	WZROST	ROE	ROE	WZROST	ROE	ROE
WNDB		+2,2%	+18,9%		+15,3%				
zysk brutto		+26,6%	+62,8%		+39,3%				
zysk netto		+47,2%	+91,4%		+51,2%				

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Erste Group: kupuj (podwyższona)

EBS AV; EBS.VI | banki, Austria

### Rozpędzony i bezpieczny

Erste Group pozostaje jednym z naszych top picks w regionie z ceną docelową na poziomie 52,78 EUR na akcje i rekomendacją kupuj. Obecnie nasze prognozy są wyższe od konsensusu aż o 44% na 2022 rok, co głównie wynika z zaskakujących decyzji czeskiej RPP, która podwyższyła stopy o kolejne 100 p.b. w grudniu i obecnie oczekuje poziomu znacząco powyżej 4% w 2022 roku. Dlatego też uważamy, że tym razem motorem napędowym całej grupy będzie biznes czeski, którego wyniki podbite będą przez stopę bazową sięgającą 5% w 2022 roku. Nasza prognoza zakłada normalizację stopy w Czechach do 3% już w 2023 roku przez co wskaźnik NPL powinien zachować wysoką jakość. Oprócz podwyżek stóp nasza prognoza zakłada, że Erste Group utrzyma bardzo niski poziom kosztu ryzyka w całej grupie (<10 p.b.) w kolejnych dwóch latach tak jak to miało miejsce w latach 2017-19 (odpowiednio 9 p.b., -4p.b. i 2 p.b.). Uważamy, że spośród wszystkich banków regionalnych Erste prezentuje najbardziej konserwatywną ekspozycję geograficzną, co również jest odzwierciedlone w wycenie rynkowej i koszcie kapitału. Z ROE na poziomie 12%-10% w kolejnych latach i z udziałem krajów jak CEE w SOTP na poziomie 70% (36% Czechy) uważamy, że Erste Group zasługuje wreszcie żeby być wycenionym po wartości księgowej.

### Prognozy na 2022 o 53% wyżej

Prognozy na 2022 rok podwyższamy aż o 53%. Z jednej strony podwyższamy naszą prognozę wyniku odsetkowego o 11%, a z drugiej obniżamy nasze oczekiwania na saldo rezerw aż o 79%. Co interesujące oczekujemy, że w 2023 roku zysk netto spadnie o 7% R/R, ale wynika to z normalizacji stopy bazowej w Czechach z 5% do 3%. Nasze prognozy są obecnie 25% powyżej konsensusu na 2023 rok.

### Dywidenda powinna rosnąć

Wraz ze wzrostem wyników oczekujemy także wzrostu dywidendy. W 2021 roku Zarząd Erste Group odowodnił, że jest zdecydowany płacić dywidendy podwyższając wstępną propozycję 0,6 EUR na akcję o kolejne 1 EUR w 4Q. Oczekujemy, że dywidenda z 1,6 EUR w 2021 roku wzrośnie do 1,8 EUR w 2022 i 2,3 EUR w 2023 roku przekładając się na DY 4%-6%, który jest już bardzo atrakcyjny na tle innych banków w regionie.

### Rynek wycenia tylko kraje CEE

Udział krajów CEE w wycenie to aż 73% (bez corporate centre), a w wyniku netto pomiędzy 70% a 75% w latach 2021-23. Bardzo istotny dla grupy jest biznes czeski, który w wyniku netto waży 30%-40%, a w naszej wycenie 36%. Patrząc na wycenę rynkową Erste Group oraz nasz SOTP dochodzimy do wniosku, że obecnie wycenione są tylko kraje CEE, a Austrię – corporate centre dostajemy „gratis”. Mając na uwadze, że stopy procentowe mogą w przyszłości także zostać podwyższone także w strefie EURO widzimy potencjał do dalszego wzrostu wyceny grupy.

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	4 746,8	4 774,8	4 922,2	5 557,5	5 510,4
wynik pozaodsetkowy	2 338,9	2 206,7	2 601,3	2 642,1	2 684,2
koszty ogółem	-4 283,3	-4 220,5	-4 323,3	-4 429,0	-4 524,8
zysk operacyjny	2 368,9	2 662,8	3 059,6	3 610,0	3 474,9
zysk netto	1 470,1	783,2	1 880,5	2 412,8	2 240,3
C/I (%)	64,8	60,2	58,1	54,8	55,9
ROE (%)	9,8	4,8	10,2	11,8	10,2
P/E (x)	12,8	24,0	10,0	7,8	8,4
P/BV (x)	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
DPS (EUR)	2,2	0,0	1,6	1,8	2,3
stopa dywidendy (%)	5,0	0,0	3,7	4,1	5,2

cena bieżąca	43,77 EUR
cena docelowa	52,78 EUR
kapitalizacja	18,81mld EUR
free float	14,63 mld EUR
średni dzienny obrót (3 m-ce)	58 mln EUR

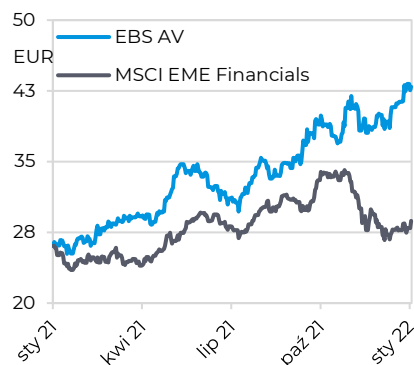
### Struktura akcjonariatu

Inwestorzy strategiczni	22,25%
Pozostali	77,75%

### Profil spółki

Erste Group jest bankiem regionalnym oferującym uniwersalne usługi w zakresie bankowości detalicznej, korporacyjnej i inwestycyjnej. Bank poprzez swoje oddziały operuje w takich krajach jak Austria, Czechy, Słowacja, Rumunia czy Węgry. W 2013 roku bank sprzedał swoje operacje na Ukrainie.

### Kurs akcji EBS na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Erste Group	52,78	34,06	kupuj	akumuluj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Erste Group	43,77	52,78	+20,6%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+5,4%	+10,9%	+6,9%
zysk brutto		+37,6%	+37,9%	+18,3%
zysk netto		+42,0%	+53,3%	+29,2%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

# Raiffeisen Bank International: kupuj (podwyższona)

RBI AV; RBIVI.VI | banki, Austria

## Wzrost na wszystkich rynkach

Podwyższamy naszą cenę docelową do 33,50 EUR i podnosimy rekomendację do kupuj. Nawet bez rosnących stóp procentowych RBI pokazuje dużą siłę, o czym świadczy fakt, że naszą prognozę na 2021 rok podnosimy aż o 131%, w dużej mierze ze względu na bardzo niskie koszty ryzyka. Oczywiście, tak niski CoR jak w 2021 roku (nasza prognoza to 32 p.b) prawdopodobnie się nie powtórzy w kolejnych latach, ale będzie balansowany wyższymi przychodami odsetkowymi i prowizyjnymi. RBI ma ekspozycję na szybko rosnące rynki, na których dodatkowo rosną stopy procentowe, co zmusiło nas do podwyższenia naszej prognozy NII o 10% zarówno w 2022 jak i 2023 roku. Oczywiście ceną za obecność na niektórych, szybko rosnących rynkach jest wysoki koszt kapitału na niektórych z nich (np. Rosja, Białoruś, Ukraina). Poza wzrostem organicznym, bank jest aktywny na rynku M&A, a czeski Equa Bank jest przykładem efektywnego wybierania celów. Spodziewamy się że w najbliższych latach będziemy słyszeć o kolejnych przejęciach i planach. Idylliczny obraz jest zmaćony przez kwestię portfela kredytów CHF w Polsce. RBI twardo nie chce oferować ugód swoi klientom, co z jednej strony jest zrozumiałe (brak ryzyka reputacyjnego w Polsce), ale z drugiej naraża bank na potencjalnie wyższe koszty związane z ryzykiem prawnym. W latach 2022-23 prognozujemy dla RBI ROE na poziomie około 9,5%, zaś nasza wycena na fair value to 0,7x P/BV.

## Wypieranie problemu „franków”

Na kolejnych konferencjach wynikowych, zarząd RBI odrzuca pomysł ugód z kredytobiorcami CHF i liczy, że w przyszłości wyroki sądów (SN i TSUE) odwrócą bieg wydarzeń. Fakty są takie, że RBI ma wart około 2 mld EUR portfel kredytów CHF w Polsce, do tej pory zawiązał 231 mln EUR rezerwy i wydaje się, że bez przystąpienia do programu ugód, co kwartał bank będzie dowiązywał 30-50 mln EUR rezerw na ryzyko prawne. W naszych szacunkach zakładamy około 200 mln EUR kosztów CHF co roku, co oznacza, że bez kosztów CHF nasza prognoza zysku netto byłaby wyższa o około 13% w 2022 i 2023 roku.

## Duża aktywność na rynku M&A

RBI jest aktywny na rynku M&A i optymalizuje swoją dywersyfikację geograficzną. W Serbii, po uzyskaniu zgody regulatora, przejmie lokalny biznes Credit Agricole (transakcja zaplanowana na 1Q'22), dzięki czemu zwiększy swoje serbskie aktywa o około 40%. Po przejęciu Equa Bank w Czechach, RBI stał się czwartym największym czeskim bankiem detalicznym, co może cieszyć biorąc pod uwagę okres rosnących stóp procentowych. Z drugiej strony bank zapowiedział sprzedaż swoich bułgarskich aktywów za około 1 mld EUR i alokowanie uwolnionego kapitału w bardziej rentowne rynki.

(mln EUR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	3 412	3 241	3 334	3 659	3 752
wynik pozaodsetkowy	1 814	1 853	2 006	2 039	2 061
koszty ogółem	-3 086	-3 176	-3 026	-3 163	-3 239
zysk operacyjny	2 140	1 919	2 315	2 534	2 573
zysk netto	1 227	803	1 458	1 443	1 501
C/I (%)	59,1	62,3	56,7	55,5	55,7
ROE (%)	9,9	6,1	10,4	9,5	9,2
P/E (x)	7,1	10,9	6,0	6,1	5,8
P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
DPS (EUR)	1,1	0,4	1,2	1,3	1,3
stopa dywidendy (%)	4,2	1,4	4,6	5,0	4,9

cena bieżąca	26,66 EUR
cena docelowa	33,50 EUR
kapitalizacja	8,78 mld EUR
free float	3,62 mld EUR
średni dzienny obrót (3 m-ce)	21,6 mln EUR

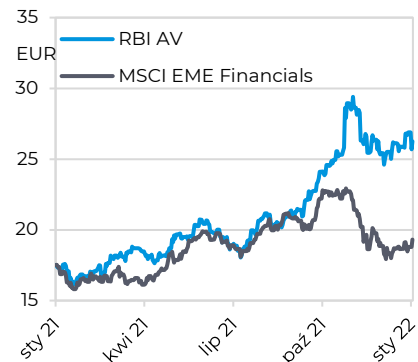
## Struktura akcjonariatu

Regional Raiffeisen banks	58,80%
Pozostali	41,20%

## Profil spółki

Raiffeisen Bank International jest jednym z wiodących banków zarówno w regionie, jak i na rynku lokalnym. Oprócz tradycyjnej bankowości Raiffeisen świadczy usługi w obszarze leasingu, zarządzania aktywami oraz M&A. Kredyty detaliczne stanowią 37% portfela, zaś kredyty dla przedsiębiorstw 51%. W 2018 roku Raiffeisen wyszedł z rynku polskiego, zachowując portfel mieszkaniowych kredytów CHF.

## Kurs akcji RBI na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
RBI	33,50	21,00	kupuj	akumuluj
Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
RBI	26,66	33,50	+25,7%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+7,8%	+10,3%	+9,8%
zysk brutto		+83,7%	+53,1%	+52,0%
zysk netto		+130,6%	+93,4%	+88,2%

## Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## Komerční Banka: akumuluj (podtrzymana)

KOMB CP; BKOM.PR | banki, Czechy

### Podwyżki już prawie wycenione

Pozostawiamy naszą rekomendację akumuluj dla Komerční Banka podwyższając jednocześnie cenę docelową do 1 034,47 CZK. Zakładając, że stopa rynkowa osiągnie obecnie 5% (wcześniej oczekiwano 3,0% - 3,5%) konsensus jest obecnie zdecydowanie za nisko na 2022 rok. Bardzo wysoki poziom stóp w 2022 roku spowoduje, że jej poziom powinien dość dynamicznie spaść w 2023 roku do 3%, przez co z kolei nasza prognoza na 2023 rok jedynie nieznacznie się zmienia. Zwracamy również uwagę na koszt ryzyka, który w 3Q'21 wyniósł zaledwie 3 p.b. Uważamy, że jakość aktywów utrzyma się na bardzo wysokim poziomie także w 2022 i 2023 roku i to pomimo bardzo wysokich stóp procentowych w połowie 2022 roku. Przypominamy, że w latach 2017-19 KB rozwiązywał rezerwy, co było zaskoczeniem dla rynku. W 2022 roku oczekujemy, że ROE banku wzrośnie do 14%, czyli poziomowi nie notowanego od dwóch lat. Zyska na tym również dywidenda, którą w 2023 roku prognozujemy na 59 CZK, co przekłada się na DY równy 6%. Niemniej jednak uważamy, że spora część ruchu na stopach oraz oczekiwania odnośnie wysokiej jakości aktywów zostały już w dużej mierze odzwierciedlone w wycenie rynkowej banku. Dlatego pomimo pozytywnej rekomendacji preferujemy w regionie taki bank jak Erste.

### Błyskawiczny wzrost stóp

W odpowiedzi na odczyty inflacji, Czeski Bank Centralny podnosił stopy w błyskawicznym tempie w poprzednim roku. Stopa bazowa (2W Repo) wzrosła z 0,25% do 3,75% przy czym podwyżka w październiku wyniosła 75 p.b., w listopadzie, 1,25 p.b. a w grudniu 100 p.b. do 3,75%. Szef banku centralnego Jiri Rusnok zapowiedział, że stopa bazowa powinna znacząco przekroczyć 4% w kolejnych miesiącach, co skłoniło nas do podniesienia prognozy do 5% w 2022 roku, aby następnie oczekiwać spadku stopy bazowej do 3% w 2023 roku. Biorąc pod uwagę guidance Zarządu oczekujemy, że wynik odsetkowy wzrośnie o 27% w 2022 roku, aby następnie spaść o 5% w 2023 roku.

### Dywidenda zawsze była kluczowa

Dla akcjonariuszy KB dywidenda była zawsze kluczowa. W 2021 roku Zarząd zapowiedział dywidendę w wysokości 23,86 CZK czyli około 2,4% DY. Uważamy, że pozycja kapitałowa KB na koniec 3Q'21 (TCR = 23,0%, CET1 = 22,5%) spokojnie pozwoli KB powrócić do sowitych wypłat w wysokości 65% zysku netto (DY 4%-6%), czyli poziomów notowanych w latach 2017-19. Ze względu na wysmienitą pozycję kapitałową nie wykluczamy wypłat rzędu ~90% (DY 6%-9%) tak jak w latach 2015-16, czym spółka może spowodować wzrost naszej wyceny.

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	23 591	21 360	21 405	27 100	25 781
wynik pozaodsetkowy	8 982	8 304	9 557	9 507	9 683
koszty ogółem	14 932	14 995	14 948	15 305	15 564
zysk operacyjny	17 641	14 669	16 014	21 302	19 900
zysk netto	14 901	8 156	12 256	17 220	15 585
C/I (%)	45,8	50,5	48,3	41,8	43,9
ROE (%)	14,5	7,4	10,4	13,6	11,7
P/E (x)	12,5	22,8	15,2	10,8	12,0
P/BV (x)	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4
DPS (CZK)	51,0	0,0	23,9	41,9	58,9
stopa dywidendy (%)	5,2	0,0	2,4	4,2	6,0

cena bieżąca	986,50 CZK
cena docelowa	1 034,47 CZK
kapitalizacja	186,30 mld CZK
free float	73,78 mld CZK
średni dzienny obrót (3 m-ce)	280,5 mln CZK

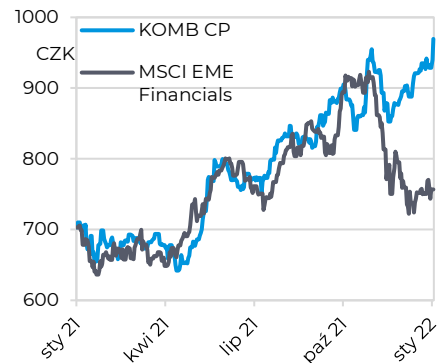
### Struktura akcjonariatu

Societe Generale	60,40%
Pozostali	39,60%

### Profil spółki

Komerční Banka jest jednym z największych banków w Czechach. Bank prowadzi uniwersalną działalność obsługując zarówno korporacje, jak i klientów detalicznych. Portfel kredytowy banku składa się obecnie w 43% z portfela kredytów hipotecznych, w 6% z kredytów konsumpcyjnych oraz w 51% z kredytów korporacyjnych. Bank charakteryzuje się wysokim zwrotem z kapitałów własnych na poziomie ~15%.

### Kurs akcji KOMB na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Komerční	1 034,47	804,77	akumuluj	akumuluj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Komerční	986,50	1 034,47	+4,9%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		+2,5%	+11,0%	-0,1%
zysk brutto		+34,0%	+36,5%	+7,9%
zysk netto		+31,5%	+34,3%	+5,9%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

# Moneta Money Bank: kupuj (podwyższona)

MONET CP; MONET.PR | banki, Czechy

## Fuzja działa jak kotwica

Podwyższamy naszą cenę docelową do 110,00 CZK i podnosimy rekomendację do kupuj. Moneta Money Bank jest relatywnie wrażliwym bankiem na podwyżki stóp procentowych w porównaniu do innych czeskich banków (głównie dzięki strukturze bilansu). Podwyżki stóp procentowych do 5% w 2022 r. i oczekiwany spadek do 3% w 2023 r. powodują, że w wynikach Monety pojawi się widoczny „garb” w 2022 r. Zwracamy jednak uwagę, że i przy poziomym stopy w okolicach 3% i tak prognozujemy ROE w okolicach 16% w 2023 r. Jeżeli chodzi o saldo rezerw to zakładamy, że w 2022 r. nastąpi lekkie pogorszenie sytuacji wywołane inflacją i wyższymi stopami procentowymi i CoR wzrośnie z 35 p.b w 2021 r. do 50 p.b, aby w 2023 r. spaść w okolice 40 p.b. Obecnie Moneta znajduje się w ciekawym położeniu: WZ zaakceptowało plan przejęcia aktywów bankowych należących do Grupy PPF oraz emisję akcji, która ma sfinansować to przejęcie. Wg wstępnego kalendarium wszelkie zgody regulacyjne mają zostać uzyskane do kwietnia włącznie. W maju i czerwcu mają się odbyć dwie rundy emisji akcji (jeżeli druga runda będzie wymagana), zaś w lipcu teoretycznie ma mieć miejsce przejęcie bankowych aktywów PPF przez Moneta. Teoretycznie w sierpniu-wrzeźniu można się jeszcze spodziewać wezwania na akcje ze strony PPF, które w wyniku fuzji może uzyskać formalną kontrolę nad Moneta Money Bank. Minimalna cena w wezwaniu to 90 CZK, co stanowi floor dla ceny na giełdzie, ale z drugiej strony może kotwiczyć kurs Monety wokół tego poziomu do czasu wezwania. Biorąc pod uwagę wymaganą zgodę regulatora (połączony podmiot ma stać się największym kredytodawcą kredytów konsumenckich w Czechach) w naszej wycenie nie uwzględniamy potencjalnej fuzji, ale zwracamy uwagę, że z punktu widzenia akcjonariuszy, pozytywnego wpływu połączenia na EPS (na podstawie przedstawionego planu połączenia) należy się spodziewać dopiero w 2024 r. Szacujemy ROE Monety w latach 2022-23 na około 18/16%, zaś wycena na fair value to 1,8x P/BV w 2022 i 1,7x w 2023 r.

## Na efekty fuzji przyjdzie poczekać

Zgodnie z zatwierdzonym planem, aby przejąć aktywa PPF Moneta będzie musiał wyemitować 255 tys. akcji. Koszty restrukturyzacji są szacowane na 2,2 mld CZK, z czego większość ma zostać poniesiona w latach 2022-23, w praktyce oznacza to rozwodnienie EPSu w pierwszym okresie po przejęciu. Bazując na przedstawionych planach połączenia i porównując je z naszymi obecnymi prognozami, pozytywnego wpływu na EPS spodziewamy się dopiero w 2024 r., kiedy to większość kosztów połączenia zostanie już poniesionych, zaś coraz silniejsze będą synergije kosztowe (1,4 mld CZK w 2024 r. wg planu połączenia).

## Wyższe stopy na plus

Nasza prognoza NII na lata 2022 i 2023 rośnie o 26% i 7%, co w większości przypisujemy wyższym stopom procentowym, które powinny osiągnąć szczyt na poziomie 5% w połowie 2022 roku, aby następnie zacząć spadać w okolice 3% na koniec 2023 r. Taka trajektoria powoduje, że wynik netto za 2022 r. powinien być wyższy od tego za 2023 r. Jeżeli chodzi o potencjalne połączenie z aktywami PPFu, to zwracamy uwagę, że charakteryzują się one wyższą marżowością, więc potencjalny wpływ na NIM powinien być pozytywny.

(mln CZK)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	7 925	8 282	8 552	11 281	10 819
wynik pozaodsetkowy	2 594	3 816	2 495	2 554	2 640
koszty ogółem	-4 571	-5 020	-5 137	-5 194	-5 266
zysk operacyjny	5 500	6 572	5 395	8 106	7 635
zysk netto	4 019	2 601	3 656	5 444	5 188
C/I (%)	47,7	45,7	51,2	41,4	43,3
ROE (%)	16,2	10,1	13,0	17,9	16,1
P/E (x)	11,9	18,4	13,1	8,8	9,2
P/BV (x)	2,0	1,8	1,6	1,5	1,5
DPS (CZK)	6,2	0,0	3,0	5,7	8,5
stopa dywidendy (%)	6,6	0,0	3,2	6,1	9,1

cena bieżąca	93,50 CZK
cena docelowa	110,00 CZK
kapitalizacja	47,78 mld CZK
free float	33,47 mld CZK
średni dzienny obrót (3 m-ce)	149,2 mln CZK

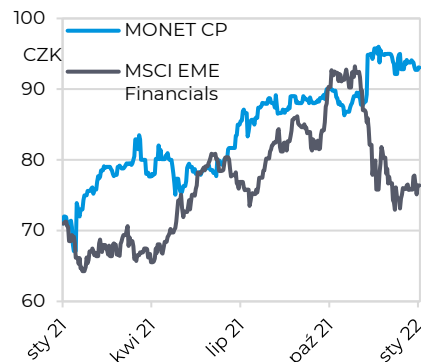
## Struktura akcjonariatu

Tanemo a.s.	29,94%
RBI AG	6,52%
Pozostali	63,54%

## Profil spółki

Moneta jest uniwersalnym bankiem, którego portfel w około 70% składa się z kredytów detalicznych, zaś w 30% z korporacyjnych. W 2020 bank przejął Wustenrot, dzięki czemu podwoił swój portfel kredytów hipotecznych. Obecnie Moneta znajduje się w trakcie procesu M&A w ramach którego ma przejąć bankowe aktywa holdingu PPF. Zakończenie procesu sukcesem będzie oznaczało, że Moneta jest największym czeskim bankiem w segmencie consumer finance.

## Kurs akcji MONET na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Moneta	110,00	95,50	kupuj	trzymaj
Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Moneta	93,50	110,00	+17,6%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
WNDB		-2,6%	+17,4%	+3,5%
zysk brutto		+24,6%	+45,9%	+12,8%
zysk netto		+24,6%	+45,9%	+12,8%

## Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

czwartek, 13 stycznia 2022 | aktualizacja raportu

## OTP Bank: kupuj (podwyższona)

OTP HB; OTPB.BU | banki, Węgry

### Król akwizycji

OTP Bank to naszym zdaniem idealna propozycja na okres wzrostu wyników. Bank wykorzystuje sprzyjające warunki do dalszej ekspansji, co też uwzględniamy w naszych prognozach. Dodaliśmy kolejną akwizycję w Słowenii, a już w kolejce czeka Ipoteka z Uzbekistanu (31 lipca 2021) i Alpha Bank w Albanii (6 grudnia 2021), które dodamy po zgodzie regulatorów. Do tej pory akwizycje były przeprowadzone w wzorcowy sposób, ale należy przy tym pamiętać, że zdecydowana większość nabywanych aktywów pochodziła od SocGen, a jakość podmiotów była wysoka. Wzrost poprzez akwizycje spowodował, że nawet w kryzysowym roku 2020 ROE OTP wyniosło aż 11%, powyżej kosztu kapitału. W latach 2021/2022/2023 oczekujemy ROE na poziomie odpowiednio 16%, 19% i 18% czyli na poziomie absolutnie bezkonkurencyjnym pośród pokrywanych przez nas banków. Dodatkowo inwestorzy mogą liczyć na DY na poziomie ~2%, poniżej peers, ale usprawiedliwione przez ekspansję banku. Bank w 2022/23 będzie korzystał na podwyżkach stóp m.in. na Węgrzech, Rumunii czy Rosji. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w kwietniu lub maju 2022 roku odbędą się wybory parlamentarne na Węgrzech, co jest dodatkowym ryzykiem szczególnie, że 53% wyceny pochodzi z tego kraju. Z naszą ceną docelową na poziomie 22 882 HUF na akcję wyceniamy OTP na 2022 P/E 9,8x i 2023 8,7x, co w porównaniu do polskiego sektora bankowego nie jest poziomem wymagającym szczególnie porównując ROE. OTP Bank to nasz top pick w całym sektorze CEE.

### OTP to już nie tylko Węgry

Jeszcze w 2016 roku OTP Węgry stanowiły 72% wyniku brutto grupy co oznaczało stosunkowo małą dywersyfikację geograficzną. Po przeprowadzeniu serii akwizycji udział Węgier w grupie spadł do 58% w 2020 roku, a w 2021 roku oczekujemy dalszego spadku udziału do 50% co jest przełomem. Dodanie nowego biznesu na Słowenii a następnie w Albanii i Uzbekistanie powinno pozwolić na zwiększenie udziału pozostałych krajów w grupie do około 40%. Sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna, rosnące stopy, spadający koszt ryzyka będą napędzały rentowność grupy i oczekujemy, że OTP zdoła przeprowadzić pełną integrację biznesów do kolejnego spowolnienia gospodarczego.

### Wybory potencjalnym zagrożeniem

Wybory parlamentarne na Węgrzech sprzyjają penalizacji sektora bankowego. Uważamy, że przeciągające się moratoria kredytowe, a także ustawienie limitu wpływu podwyżek stóp na kredyty hipoteczne są elementem gry politycznej. Uważamy, że moratoria jak i limit na odsetki jest odzwierciedlony w naszych prognozach i może ewentualnie spowodować wyhamowanie akcji kredytowej w 1H'22. Obostrzenia te najprawdopodobniej znikną w 2H'22, ale rynek z pewnością będzie się obawiał kolejnych pomysłów kampanii wyborczej uderzającej w banki.

(mld HUF)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wynik odsetkowy	706,3	788,1	868,9	995,3	1 083,7
wynik pozaodsetkowy	748,9	768,4	874,2	946,1	1 010,2
koszty ogółem	567,7	632,5	647,9	703,5	757,3
zysk operacyjny	513,1	539,8	658,1	764,9	831,5
zysk netto	412,2	259,4	451,1	624,4	704,9
C/I (%)	52,5	54,0	49,6	47,9	47,7
ROE (%)	20,1	10,8	16,3	18,8	17,8
P/E (x)	12,0	19,1	11,0	8,0	7,0
P/BV (x)	2,2	2,0	1,7	1,4	1,2
DPS (HUF)	229,6	0,0	214,8	295,7	367,2
stopa dywidendy (%)	1,2	0,0	1,2	1,6	2,0

cena bieżąca	18 600 HUF
cena docelowa	22 882 HUF
kapitalizacja	4 967 mld HUF
free float	4 967 mld HUF
średni dzienny obrót (3 m-ce)	28 852 mln HUF

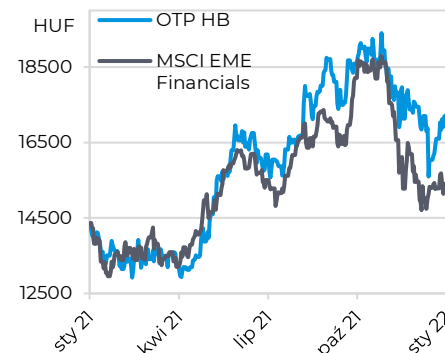
### Struktura akcjonariatu

MOL	8,57%
KAFIJAT Group	7,05%
OPUS Securities	5,18%
Groupama Group	5,11%
Pozostali	74,09%

### Profil spółki

OTP Bank jest bankiem uniwersalnym, operującym na rynkach Europy Środkowej i Wschodniej. Największe operacje OTP Bank prowadzi na Węgrzech, w Bułgarii oraz w Rosji. Bank nie posiada strategicznego inwestora. W ostatnich latach bank rozwijał się poprzez liczne akwizycje w regionie.

### Kurs akcji OTP na tle MSCI EME Financials



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
OTP Bank	22 882	15 143	kupuj	trzymaj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	OTP Bank	18 600	22 882

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
	WNDB	+6,8%	+15,1%
zysk brutto	+34,7%	+38,1%	+39,2%
zysk netto	+15,5%	+44,5%	+50,6%

### Analitycy

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek Cognor Holding, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną umowę o świadczenie usług maklerskich z: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, ING BSK, OTP Bank, PKO BP, Raiffeisen Bank International, Santander Bank Polska.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać wynagrodzenie za świadczone usługi od: Alior Bank, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, ING BSK, OTP Bank, PKO BP, Raiffeisen Bank International, Santander Bank Polska.

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

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 13 stycznia 2022 o godzinie 08:23. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 stycznia 2022 o godzinie 08:45.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia inwestycyjnych analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

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

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

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

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

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

## Rekomendacje dotyczące spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

**Alior Bank**

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-05-07	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	55,00	30,00	30,00
kurs z dnia rekomendacji	43,72	28,80	24,13

**BNP Paribas Polska**

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	102,48	90,00
kurs z dnia rekomendacji	70,00	66,60

**Erste Group**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09
cena docelowa (EUR)	34,06	34,06	34,06
kurs z dnia rekomendacji	31,57	34,05	29,27

**Handlowy**

rekomendacja	kupuj	akumuluj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	55,00	49,50
kurs z dnia rekomendacji	45,90	43,25

**ING BSK**

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-09-01	2021-05-07	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	250,00	190,00	190,00
kurs z dnia rekomendacji	231,50	176,40	181,00

**Komercni Banka**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-07-06	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02
cena docelowa (CZK)	804,77	804,77	804,77	682,02
kurs z dnia rekomendacji	779,00	798,50	680,00	659,00

**Millennium**

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-10-07	2021-09-01	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	7,30	7,30	4,20
kurs z dnia rekomendacji	8,05	6,60	3,80

**Moneta Money Bank**

rekomendacja	trzymaj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-12-03	2021-04-09	2021-03-02
cena docelowa (CZK)	95,50	95,50	82,70
kurs z dnia rekomendacji	95,55	78,20	78,70

**OTP Bank**

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2021-06-02	2021-04-09	2021-02-02
cena docelowa (HUF)	15 143,00	15 143,00	13 800,00
kurs z dnia rekomendacji	15 865,00	13 565,00	13 500,00

**Pekao**

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	130,00	102,00
kurs z dnia rekomendacji	107,20	76,24

**PKO BP**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-09-01	2021-04-23	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	50,65	40,66	40,00
kurs z dnia rekomendacji	42,05	32,91	33,15

**RBI**

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2021-04-09
cena docelowa (EUR)	21,00
kurs z dnia rekomendacji	18,52

**Santander Bank Polska**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-09-01	2021-04-19
cena docelowa (PLN)	345,80	345,80	283,70
kurs z dnia rekomendacji	337,80	302,00	211,80



**mBank S.A.**

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

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Antoni Kania  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)