

wtorek, 29 listopada 2022 | raport analityczny

BOŚ Bank: kupuj (nowa)

BOS.PW; BOSP.WA | Banki, Polska

Gramy w zielone

Rozpoczynamy analizę BOŚ Banku od rekomendacji kupuj i 9-miesięcznej ceny docelowej na poziomie 10,50 PLN na akcję. BOŚ bank jest bankiem niszowym, z udziałem w rynku na poziomie około 1%. Bank specjalizuje się w finansowaniu korporacji z naciskiem na produkty proekologiczne, które pozostaną w centrum strategii banku na kolejne lata. Oczekujemy, że bank będzie aktywnym uczestnikiem zielonej transformacji co wreszcie napędzi wzrost jego aktywów i pozwoli w długim okresie na podwojenie udziału rynkowego. Wzrost banku powinien być zabezpieczony przez dobrą sytuację kapitałową, która może być zaskakująca biorąc pod uwagę fakt, że bank jest nadal w programie naprawczym. Niski udział rynkowy banku okazuje się być także zaskakującym atutem w środowisku rosnącej presji politycznej. Bank pomimo zaksięgowania odpisu na wakacje kredytowe zakładające partycypację na poziomie aż 80% był w stanie, jako jeden z nielicznych w sektorze, zaraportować zysk netto w 3Q'22. Rosnące stopy oraz koszt ryzyka pod kontrolą powinny zaowocować w 2022 roku rekordowymi wynikami banku, które powinny się także utrzymywać w przyszłym jak i 2024 roku. Przez ostatnie 12 miesięcy kurs akcji BOŚ Banku spadł o 18% (-12% YTD) wobec 26% spadku indeksu WIG Banki (-29% YTD). Pomimo relatywnie lepszego zachowania kursu akcji, BOŚ Bank jest obecnie bankiem z jednym z najwyższych potencjałów wzrostu w naszym pokroju analitycznym ale również jednym z najbardziej ryzykownych. Bank obecnie notowany jest na wskaźniku 2023 P/BV 0,3x i P/E 3,9x co przekłada się na najwyższe dyskonto do średniej, obok RBI zaangażowanego w Rosję, w całym naszym uniwersum bankowym. Uważamy, że pewne dyskonto jest zasadne ze względu na historycznie niską rentowność, słabszą jakość aktywów oraz program naprawczy ale obecny poziom jest zbyt głęboki. Wyjście z programu naprawczego z relatywnie dużą nadwyżką kapitałową i ROE zbliżonym do kosztu kapitału powinny przełożyć się na re-rating wyceny w kierunku wartości księgowej i co za tym idzie awans do bankowej ekstraklasy.

Zielona transformacja powinna napędzić aktywa

Wzrost sumy bilansowej przez ostatnie 10 lat można nazwać stagnacją. Do tej pory BOŚ Bank oferował produkty dość niszowe ale uważamy, że sytuacja powinna się zmienić wraz z nabierającą rozpędu zieloną transformacją. Potrzeby polskiego rynku są olbrzymie a BOŚ Bank może być kluczowym partnerem dla małych i średnich przedsiębiorstw. Oczekujemy, że w latach 2022-24 portfel kredytowy będzie rósł w średniorocznym tempie 3% z czego znaczącego przyspieszenia oczekujemy w 2024 roku. Wzrost portfela powinien być zabezpieczony przez już obecnie relatywnie silną pozycję kapitałową banku.

Wycena nadal atrakcyjna

Na wskaźniku 2023 P/BV bank notowany jest z 67% dyskontem do polskiego sektora bankowego. Uważamy, że dyskonto to jest nie uzasadnione ze względu na znaczącą poprawę rentowności i nadwyżkę kapitałową banku. Sam kapitał regulacyjny (kapitał skorygowany o nadwyżkę kapitałową) jest obecnie w banku wyceniony na 0,25x co jest wartością zbyt niską szczególnie biorąc pod uwagę, że bank wychodzi z programu naprawczego a nie w niego wchodzi. Wyjście z programu naprawczego może spowodować dalszy re-rating banku.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
wynik odsetkowy	371,0	376,1	712,4	744,9	801,5
wynik pozaodsetkowy	264,5	277,6	265,3	261,3	265,8
koszty ogółem	404,5	439,5	568,1	568,4	593,4
zysk operacyjny	231,1	214,1	409,6	437,7	473,8
zysk netto	-306,9	47,5	183,5	191,3	213,8
C/I (%)	63,6	67,2	58,1	56,5	55,6
ROE (%)	-14,9	2,5	9,6	9,2	9,3
P/E (x)	-2,4	15,7	4,1	3,9	3,5
P/BV (x)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa dywidendy (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

cena bieżąca	8,03 PLN
cena docelowa	10,50 PLN
kapitalizacja	746,4 mln PLN
free float	271,8 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,2 mln PLN

Struktura akcjonariatu

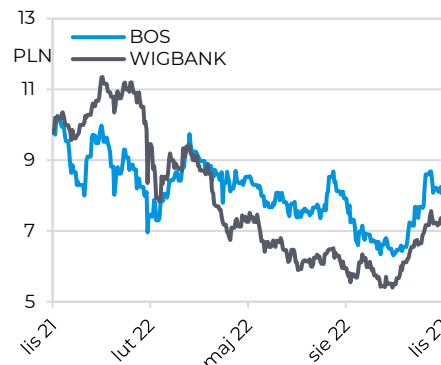
NFOŚiGW	58,05%
PFR	8,61%
DGLP	5,54%

pozostali akcjonariusze 27,80%

Profil spółki

BOŚ Bank jest niszowym bankiem z przewagą kredytów korporacyjnych. Bank strategicznie zamierza koncentrować się na sprzedaży produktów proekologicznych. Bank posiada portfel kredytów hipotecznych walutowych z czego kredyty frankowe obrezerwowane są na poziomie około 60%. Bank znajduje się w programie naprawczym, który według Zarządu powinien zostać zakończony w 2023 roku.

Kurs akcji BOŚ na tle WIG BANKI



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
BOŚ Bank	10,50	-	kupuj	-

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	BOŚ Bank	8,03	10,50

Analitik:

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 listopada 2022 o godzinie 07:41.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 listopada 2022 o godzinie 08:30.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki BOŚ Bank.

mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Karol Kułaj
+48 509 602 984
karol.kulaj@mbank.pl

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl