*Warszawa, 08.04.2020*

**Marta Czajkowska-Bałdyga, Analityk, Haitong Bank**

Haitong Bank w raporcie z 7 kwietnia (godz. 8:00) podwyższa rekomendację dla PKO Banku Polskiego do KUPUJ (poprzednio Sprzedaj), jednocześnie obniżając cenę docelową do 26,3 PLN z 30,5 PLN.

Wycena bazuje na scenariuszu V-kształtnego lub krótkiego U-kształtnego ożywienia gospodarczego, bez dalszego cięcia stóp procentowych i przy założeniu, że epidemia COVID-19 zostanie opanowana w połowie 2020 r. Punktem zwrotnym może okazać się szybkie wynalezienie szczepionki na koronawirusa, co dodatkowo wzmocniłoby prawdopodobieństwo realizacji powyższego scenariusza. Haitong Bank w scenariuszu bazowym zakłada, że sektor bankowy powinien być jednym z beneficjentów odbicia gospodarczego, ale też nie pozostanie całkowicie odporny na kryzys.

Analitycy założyli, że PKO Bank Polski powinien umacniać swoją pozycję rynkową w trakcie kryzysu, podobnie jak miało to miejsce podczas poprzednich zawirowań. Dzieje się tak dzięki mocnej pozycji kapitałowej oraz wizerunku banku jako stabilnej instytucji kontrolowanej przez Skarb Państwa. Zarząd potwierdził ostatnio, że bank odnotował wzrosty depozytów, co na tle braku zmian w ofercie jest pozytywnym sygnałem. Jednocześnie, analitycy prognozują relatywnie słabszy negatywny wpływ epidemii na koszty ryzyka banku w porównaniu do sektora, biorąc pod uwagę:

1. wyniki historyczne (koszt ryzyka +25 pb. r/r do poziomu 154 pb. w 2009 r. i +3 pb. r/r do 83 pb. w 2016 r.)

2. poprawę jakości portfela PKO, w porównaniu z poprzednimi kryzysami (koszt ryzyka na poziomie 76 pb.; 56 pb. bez portfela frankowego) w następstwie zmniejszania ekspozycji na ryzykowne branże w segmencie korporacyjnym w ostatnich 2 latach. Wpłynęło to na zmniejszenie ekspozycji bilansowej i pozabilansowej na zagrożone sektory do 2,2 proc. w 2019 r. vs średnia rynkowa 3,6 proc. vs Bank Pekao 4,3 proc.

**Scenariusz bazowy - V-kształtne ożywienie gospodarcze lub krótkie U-kształtne ożywienie gospodarcze**

W scenariuszu bazowym Haitong Bank zakłada dla PKO Banku Polskiego spadek marży odsetkowej netto o 10/3 pb. w latach 20/21, jako wynik obniżki stóp procentowych o 50 pb. w marcu. Wynik tej obniżki będzie bardziej widoczny w III kw. 2020 r, podobnie jak niższe przychody. Analitycy szacują 25 proc. spadek r/r nowej sprzedaży kredytów hipotecznych i konsumenckich oraz 1 proc. spadek kredytów korporacyjnych. Ponadto, Haitong Bank zakłada wzrost odpisów na kredyty o 46 proc. r/r. Koszt ryzyka powinien wzrosnąć do 107/88 pb. w latach 20/21 z poziomu 76 pb. w 2019 r. (razem z portfelem frankowym). Analitycy przyjęli podwojenie rezerw korporacyjnych r/r (koszt ryzyka 123 pb. vs 60 pb. w 2019 r.), 20 proc. wzrost rezerw kredytów konsumenckich (koszt ryzyka 230 pb.) oraz wyższy poziom w hipotekach.

W scenariuszu bazowym, Haitong Bank obniżył prognozy zysku netto na lata 2020/2021 o odpowiednio 12/3 proc. do 3,55 mld PLN (-12 proc. r/r) i 4,24 mld PLN (+20 proc. r/r). Analitycy skorygowali zyski w latach 2020-2022 biorąc pod uwagę:

1. Ostatnią obniżkę stóp procentowych przez NBP (zarząd PKO Banku Polskiego spodziewa się wpływu na kwartalny zysk netto w przedziale 75-100 mln PLN)

2. Spodziewany wpływ koronawirusa na wolumeny (-35 proc. nowej sprzedaży w II/III kw. 2020 r.;   
-20 proc. w IV kw.) i koszt ryzyka (podwojenie w segmencie korporacyjnym, +30 pb. w kredytach konsumenckich)

3. Wyniki IV kw. 2019 r.

Szacunki zysków są niższe od konsensusu odpowiednio o -21/-9 proc. na lata 20/21. Zdaniem analityków to efekt braku aktualizacji konsensusu pod kątem obniżki stóp procentowych i trudnego do przewidzenia wpływu koronawirusa na gospodarkę.

**Scenariusz negatywny - przedłużające się U-kształtne ożywienie gospodarcze**

Sytuacja w związku z epidemią COVID-19 jest niepewna, dlatego Haitong Bank przygotował alternatywny, negatywny scenariusz. Zakłada on przedłużanie się kryzysu gospodarczego, kolejną obniżkę stóp procentowych o 50 pb. oraz wzrost stopy bezrobocia, zwiększając tym samym nacisk na wolumen kredytów, przychody i koszty ryzyka.

Taka sytuacja wpłynęłaby na spadek liczby udzielanych kredytów o odpowiednio 4/5 proc. w latach 20/21 i spadek marży odsetkowej netto odpowiednio o 14/53 pb. do 2,54 proc. Bank zanotowałby wzrost odpisów na złe kredyty o 100 proc. do poziomu 154/141 pb. w latach 20/21, z poziomu 76 pb. w 2019 r. Analitycy założyli również brak wypłaty dywidendy przez 2 lata. W negatywnym scenariuszu, Haitong Bank szacuje spadek zysku netto o 33 proc. r/r w 2020 r. i o 34 proc. w 2021 r. Powyższy scenariusz kształtuje wycenę PKO Banku Polskiego na poziomie 20,5 PLN na akcję. Wycena nie uwzględnia jednak efektów ewentualnej restrukturyzacji, która może mieć miejsce, jeśli kryzys będzie się pogłębiał.

Aktualny kurs akcji PKO Banku Polskiego jest o 36,6 proc. niższy niż na początku 2020 r., notując mniejsze straty niż indeks WIG-BANKI (spadek o 41,9 proc od początku roku). Spółka jest wyceniana na atrakcyjnym poziomie wskaźnika P/E, który na 2020 r. wynosi 8,0x przy średniej sektora 8,4x. W opinii Haitong Banku taka wycena jest nieuzasadniona, biorąc pod uwagę stabilną pozycję kapitałową oraz wysoki zysk operacyjny przed rezerwami w stosunku do portfela kredytowego brutto, co pozwala przeciwstawić się wyższym kosztom ryzyka.