

wtorek, 4 lutego 2020 | aktualizacja raportu

ING BSK: sprzedaj (obniżona)

ING PW; INGP.WA | Banki, Polska

Rekordowa premia do sektora

Obniżamy naszą rekomendację trzymaj do sprzedaj dla ING BSK jednocześnie obniżając cenę docelową do 170,00 PLN na akcję. ING jest obecnie notowany z odpowiednio 27% i 52% premią do polskiego sektora bankowego na wskaźniku 2020 P/E oraz P/BV. Premia ta jest jeszcze szersza w przypadku regionu CEE (odpowiednio 49% i 52%). Pomimo swojego bezpiecznego profilu uważamy, że ING BSK powinien stać się częścią de-ratingu jaki dotknął polski sektor bankowy w zeszłych latach. Obecnie, na 12M forward P/E rynek wycenia bank na poziomie 1,6x P/BV przy wycenie całego indeksu WIG Banki na poziomie 1,0x (historyczna średnia równa 1,3x). Zarówno dywidenda jak i rentowność ING są dalekie od skrajnych wartości w grupach porównawczych (odpowiednio 2% vs 9% oraz 12% vs 18%), co naszym zdaniem nie uzasadnia obecnej premii. Ponadto rekordowo wysoka premia do rynku jest także pochodną niskiej płynności (średni 3M obrót dzienny równy 1 mln PLN) spowodowanej wysokim udziałem OFE we free-float (85%). Dodatkowo premia do średniej może jeszcze wzrosnąć ponieważ oczekujemy, że konsensus prognoz na lata 2020/21 jest za wysoki o 4%. Uważamy, że wszelkie próby realizacji zysków po stronie OFE, ich konsolidacja lub działalność na polu M&A mogą spowodować gwałtowny de-rating ING. Finalnie uważamy, że zwrot z inwestycji w 2020 roku w przypadku ING prezentuje się znacznie gorzej niż w przypadku banków, które zostały już mocno przecenione w 2019 roku. W raporcie wskazujemy Komerčni Banka, Bank Handlowy czy PZU oraz jako realną alternatywę dla inwestycji w walory ING.

De-rating już postępuje!

De-rating ING BSK postępuje od 1Q'18 kiedy to rynek wyceniał bank na 12M forward P/BV 2,2x versus obecne 1,6x. Nasza wycena na poziomie 2020 P/BV 1,5x wynika z obniżonych prognoz dla banku, ale również z gorszej perspektywy rentowności i wzrostu całego rynku w kolejnych latach, spowodowanej podatkiem bankowym oraz implementacją orzeczeń TSUE.

Wyniki kwartalne nie wspierają konsensusu

Oczekujemy, że ING BSK zraportuje w 4Q'19 zysk netto na poziomie 455,6 mln PLN, +1% R/R. Nasza kwartalna prognoza znajduje się 4% poniżej implikowanego konsensusu z prognoz rocznych. Ponadto w latach 2020-21 oczekujemy, że konsensus spadnie o kolejne 4%.

Co zamiast ING?

Uważamy, że najlepiej odpowiadającą profilem spółką do ING jest Komerčni Banka. KB jest również postrzegany jako tzw. „bezpieczna przystań” ze względu na konserwatywny bilans oraz adekwatność kapitałową. Ponadto spółka oferuje znacznie wyższą dywidendę i rentowność przy znacząco niższej wycenie. Szukając alternatywy na rynku krajowym wskazujemy na Bank Handlowy oraz PZU. Bank Handlowy ustępuje ING rentownością (9% vs 12%), ale przewyższa dywidendą (7% vs 2%). Ponadto tak jak ING, BHW cechuje konserwatywny bilans oraz zagraniczny inwestor strategiczny.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	3 452,8	3 759,3	4 312,9	4 728,8	5 172,8
Wynik pozaodsetkowy	1 303,1	1 473,4	1 497,6	1 577,2	1 666,4
Koszty ogółem	2 122,6	2 326,8	2 496,8	2 618,7	2 721,4
Zysk operacyjny*	2 633,3	2 905,9	3 313,7	3 687,3	4 117,8
Zysk netto	1 403,1	1 525,9	1 666,1	1 764,5	1 918,5
Koszty/przychody (%)	44,6	44,5	43,0	41,5	39,8
ROE (%)	12,6	12,1	12,2	12,2	12,2
P/E (x)	18,7	17,2	15,8	14,9	13,7
P/BV (x)	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6
DPS	0,00	3,20	3,50	3,84	4,07
Stopa dywidendy (%)	0,0	1,6	1,7	1,9	2,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	202,00 PLN
Cena docelowa	170,00 PLN
Kapitalizacja	26,28 mld PLN
Free float	6,57 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,8 mln PLN

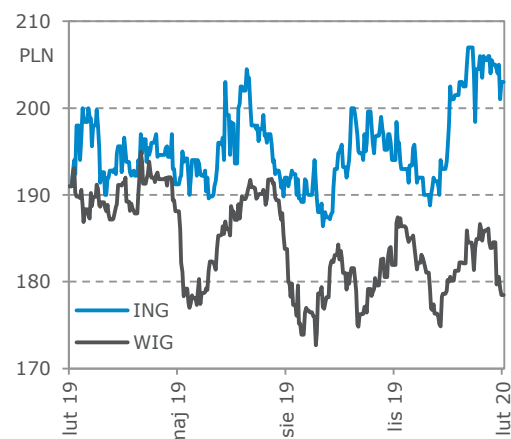
Struktura akcjonariatu

ING Bank N.V.	75,00%
Aviva OFE	8,40%
Pozostali akcjonariusze	16,60%

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. 90%. Nadwyżki płynnościowe lokowane są w papiery dłużne, głównie polskie obligacje rządowe. Baza depozytowa zdominowana jest przez oszczędności detaliczne. W portfelu kredytowym bilans jest równomiernie rozłożony pomiędzy kredyty korporacyjne a detaliczne.

Kurs akcji ING BSK na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
ING BSK	170,00	187,77	sprzedaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany		
			2019P	2020P	2021P
ING BSK	202,00	170,00	-15,8%		

Zmiana prognoz od ostatniego raportu		2019P	2020P	2021P
WNDB		-0,2%	0,2%	0,4%
Zysk brutto		3,7%	-0,9%	-1,4%
Zysk netto		4,7%	-1,3%	-1,8%

Analitycy:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

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:
KUPIJ – 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. Senatorskiej 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, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które 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_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 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, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 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 z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 4 lutego 2020 o godzinie 08:28. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 lutego 2020 o godzinie 08:28.

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

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

Powielanie, 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

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 maklerskim 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) – wyliczona 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 spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
ING BSK

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-12-05	2019-10-07	2019-09-05	2019-08-02	2019-07-03	2019-02-01
cena docelowa (PLN)	187,77	197,53	197,53	191,80	191,80	191,80
kurs z dnia rekomendacji	190,80	194,80	187,40	189,80	203,50	191,40

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl