

środa, 16 marca 2022 | komentarz specjalny

## Banki: NII i jego trajektoria

Banki, Polska

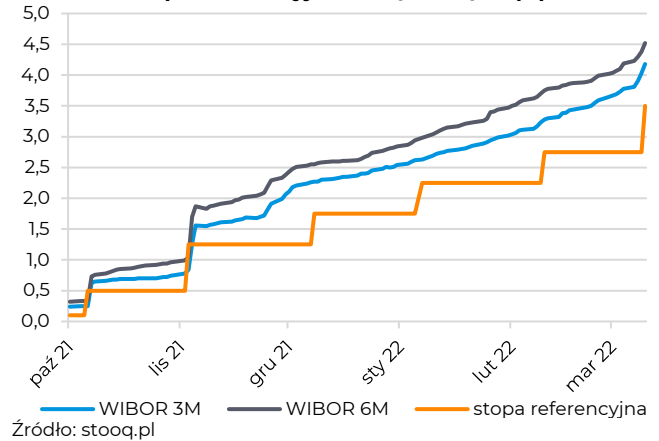
Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05 | +48 515 025 640, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07 | +48 501 663 511

W niniejszej publikacji, analizujemy ewolucję i składowe wyniki odsetkowego netto w 4Q'21. Z naszej analizy wynika, że konsensus na NII jest nadal za nisko, a nasze estymacje, które przedstawiliśmy w styczniowym raporcie już nie powinny być uważane za optymistyczne, ale realne z ryzykiem skierowanym w górę. Przypominamy, że nasza bieżąca prognoza roczna opiera się na założeniu stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,5%, podczas gdy nasi makroekonomiści twierdzą, że stopa procentowa osiągnie swój maksymalny poziom w przedziale 5-5,5% jeszcze w 2022 roku, zaś w 2023 RPP zacznie obniżać koszt pieniądza. W naszym przypadku może to oznaczać niedoszacowanie prognozy NII na 2022 rok. Oczywiście, rosnące stopy procentowe, słabe nastroje konsumpcyjne oraz niepewność mogą sprawić, że dynamiki kredytowe mogą okazać się niższe od dotychczas zakładanych. W tym względzie byliśmy konserwatywni w ocenie 2022 roku, bo zakładaliśmy dynamikę wolumenów na poziomie około 4%, wskazujemy jednak że w tym przypadku ryzyko rewizji naszych prognoz jest skierowane w dół. Uważamy jednak, że nie stanowi to dużego zagrożenia dla wykonania naszej prognozy, ponieważ jak pisaliśmy w naszym ostatnim raporcie, wzrost wolumenów odpowiada średnio za około 10% prognozowanej przez nas pozytywnej delty na NII między 2021 i 2022 rokiem (wyjątkiem jest ING w przypadku którego „efekt bilansu” oszacowaliśmy na 23%). Jak dotąd, styczniowe dane NBP zdają się potwierdzać, nasze tezy tzn. miesięczny NIM odbija bardzo mocno, a poziom depozytów terminowych utrzymuje się na niskim poziomie. Podsumowując, prezentowana wysoka wrażliwość NII na stopy procentowe w dużej mierze wywołana wolniejszą reakcją pasywnej strony bilansu na rosnący koszt pieniądza oraz wyższy spodziewany docelowy poziom stóp procentowych skłaniają nas ku stwierdzeniu, że pod względem NII 2022 rok będzie rokiem bardzo dobrym, może nawet lepszym od tego co zakładaliśmy jeszcze 2 miesiące temu.

### WIBOR wyprzedził stopę referencyjną

Jednym z powodów dla których wynik odsetkowy w 4Q rósł szybciej niż można było zakładać, jest związany z faktem, że rynek międzybankowy (WIBOR) z zauważalnym wyprzedzeniem dyskontuje oczekiwane ruchy RPP przez co średni WIBOR 3M wzrósł w 4Q'21 o 26 p.b. więcej niż stopa referencyjna, zaś przypadku WIBOR 6M było to 48 p.b. więcej. Spodziewamy się, że sytuacja odwróci się w przypadku ostatnich podwyżek w cyklu tzn. RPP podwyższy stopę referencyjną, a kwotowania na rynku międzybankowym nie zareagują lub skala reakcji będzie dużo niższa niż skala podwyżek.

### WIBOR vs stopa referencyjna w 4Q'21 i 1Q'22 (%)



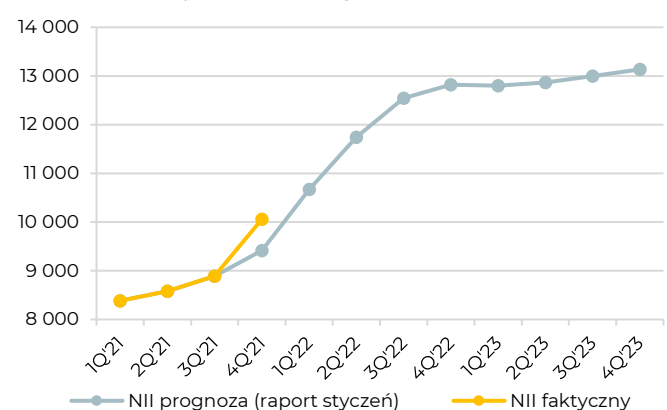
Źródło: stooq.pl

Obecnie, WIBOR cały czas wyprzedza stopę referencyjną (zakładając, że poziom docelowy to stopa referencyjna +10 p.b.). QTD średni WIBOR 3M wynosi 3,19%, zaś WIBOR 6M 3,60%. Oznacza to, że przychody odsetkowe w 1Q'22 powinny rosnać co najmniej równie mocno jak w 4Q'21.

### NII

W porównaniu do tego co zakładaliśmy w styczniowym raporcie NII dla agregatu analizowanych przez nas banków okazała się być wyższa o 646 mln PLN, różnica wynika przede wszystkim z relatywnie niewielkiego wzrostu kosztów odsetkowych Q/Q. Z konferencji wyników wynika, że nie ma presji na oprocentowanie depozytów, a popyt na produkty oszczędnościowe jest nadal umiarkowany. Uważamy, że przełoży się to na bardzo silny wzrost NII w 1H'22.

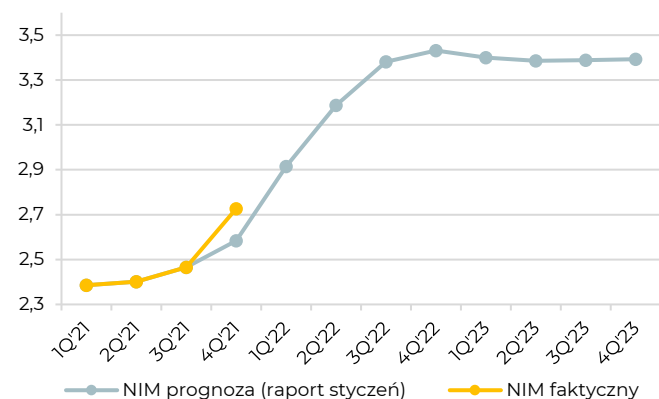
### NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)



Źródło: mBank

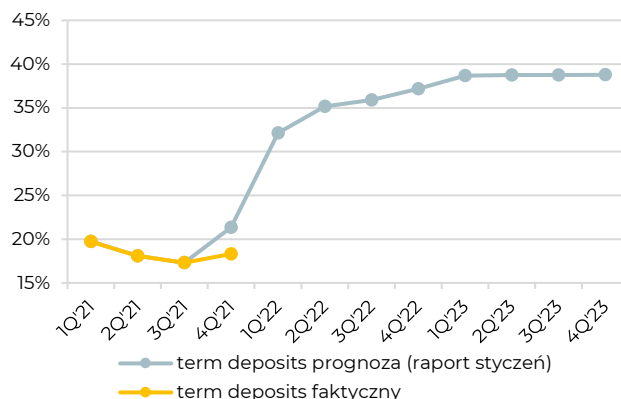


### NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)



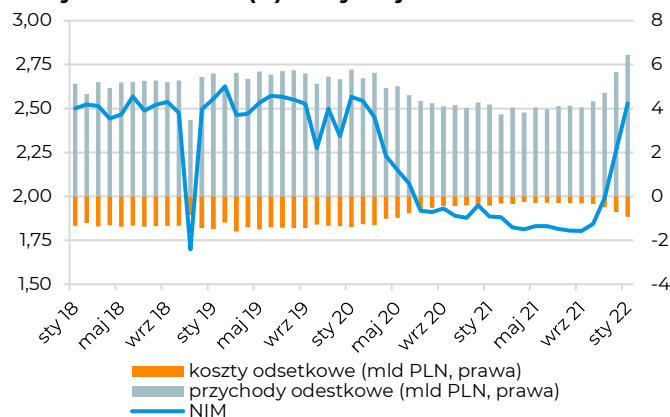
Źródło: mBank

### Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu



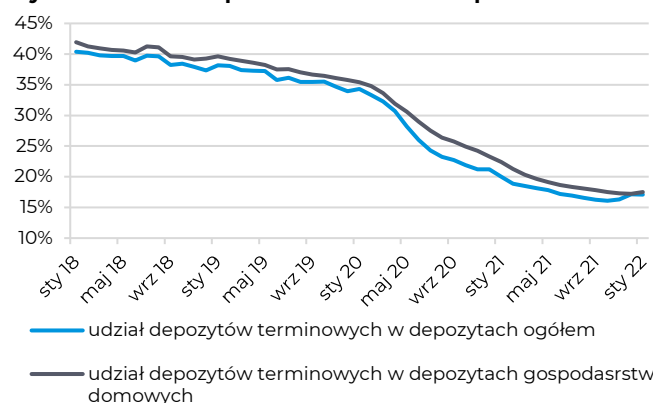
Źródło: mBank

### W styczniu 2022 NIM (%) kontynuuje odbicie



Źródło: NBP

### Wg danych NBP udział depozytów terminowych w styczniu 2022 roku pozostawał na niskim poziomie



Źródło: NBP

### Depozyty terminowe

Kluczową kwestią dla naszej tezy inwestycyjnej był poziom depozytów terminowych, który jak dotąd okazał się nawet 3pp niższy od tego co zakładaliśmy jeszcze w styczniu. Jak dotąd nasze rozumowanie się sprawdza tzn. mimo pojawiającej się oferty depozytowej jest ona mało atrakcyjna w stosunku do poziomu inflacji. Co ciekawe w kilku przypadkach za wzrost udziału depozytów terminowych odpowiadają depozyty przedsiębiorstw, a nie klientów detalicznych. Dane NBP za styczeń wskazują, że udział depozytów terminowych w depozytach ogółem stoi niemalże w miejscu, co w oczywisty sposób wpływa pozytywnie na wyniki banków.

### Kto już zyskuje, na kogo trzeba jeszcze poczekać

Banki mają różne tempo przeceniania bilansu dlatego na początku cyklu podwyżek zrealizowane wrażliwości NIM na wyższe stopy procentowe nie są w pełni porównywalne pomiędzy bankami. Zakładamy, że wraz z kolejnymi kwartałami, wrażliwości będą ewoluować w kierunku tych przedstawionych w guidance. Jak dotąd na podwyżki stóp najlepiej zareagował Bank Handlowy, a następnie Millennium, Santander i Pekao. W 1Q'22 spodziewamy się silniejszej reakcji w przypadku PKO BP i Aliora.

### Zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR) oraz zakomunikowana wrażliwość na dotychczasowe podwyżki stóp procentowych

	wrażliwość NIM	zakomunikowana wrażliwość NII
PKO BP	7%	2,5-3,1 mld w 2022 na dotychczasowe 265 p.b
Pekao	23%	500-550 mln w 2022 na każde 100 p.b z pierwszych 265 p.b podwyżki
Santander PL	31%	dotychczasowy guidance 609-684 mln PLN na każde 100 p.b może być zbyt konserwatywny
ING BSK	21%	700-900 mln PLN w 2022 na dotychczasowe 215 p.b
Bank Millennium	29%	160 mln na każde 100 p.b po pierwszych 165 p.b podwyżki (ze sprawozdania finansowego)
Bank Handlowy*	39%	
Alior Bank	14%	700-800 mln PLN w 2022 na pierwsze 265 p.b
BNP Paribas PL	13%	520-580 mln PLN w 2022 na dotychczasowe 265 p.b podwyżki

Źródło: poszczególne banki, \*bank nie zakomunikował żadnej miary wrażliwości, sprawozdanie finansowe za 2021 będzie opublikowane 25.03

**PKO BP**

PKO BP	4Q'21
NIM	2,60%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	7%
udział depozytów terminowych	15%
koszty finansowania	0,23%

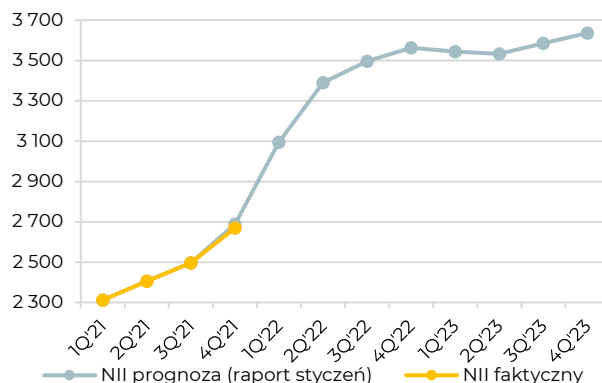
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	13 106	w górę
konsensus	11 574	w górę

Źródło: Bloomberg, mBank

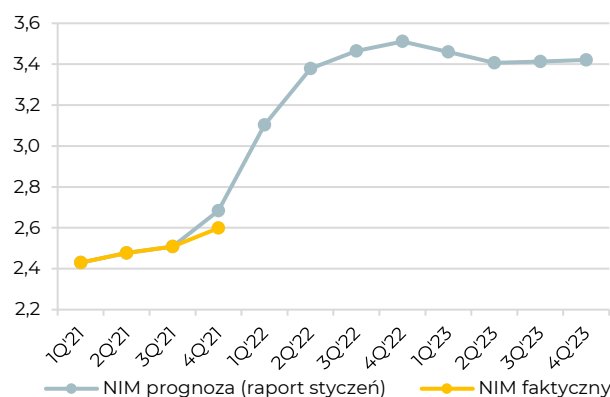
PKO BP zaskoczyło jedną z niższych wrażliwości na podwyżki stóp procentowych, które miały miejsce w 4Q'21. Częściowo było to spowodowane dodatkowymi kosztami związanymi z tzw. „małym TSUE”. Bez jednorazowych kosztów związanych „małym TSUE” NIM w 4Q'21 wyniósłby 2,68%, zaś zrealizowana wrażliwość wyniosłaby 13%. Tutaj podkreślamy, że zrealizowaną wrażliwość mierzymy vs średni z danego okresu WIBOR, ponieważ portfele banków w dużej mierze oparte są o WIBOR oraz co pisaliśmy wcześniej, obecnie wskaźniki WIBOR wyprzedzają stopę referencyjną NBP. Drugim elementem, który negatywnie wpłynął na wynik odsetkowy, niewynikającym z podstawowej działalności była negatywna delta przychodów wynikająca z rachunkowości zabezpieczeń (67 mln PLN vs 119 mln PLN w 3Q'21) – należy przyjąć, że w 1Q'22 negatywna delta przychodów odsetkowych o tym charakterze się pogłębi i wartości nominalnej będziemy mówić o kosztach odsetkowych. W tym miejscu zwracamy uwagę na komentarz podczas konferencji wynikowej, w którym CFO określił, że pozytywny wpływ podwyżek stóp procentowych w 4Q'21 należy szacować w okolicach 140 mln PLN i zwrócił uwagę, że 70% aktywów w PKO BP przecenia się w okresie 3-6 miesięcy, co oznacza, że w 1Q'22 efekt podwyżek stóp procentowych powinien być o wiele bardziej widoczny niż dotychczas. Jeżeli chodzi o naszą roczną prognozę na NII to podobnie jak w przypadku innych banków nasze estymacje, które na początku roku mogły wydawać się optymistyczne nabierają coraz realniejszych kształtów. Na konferencji 4Q'21 PKO BP podał, że dotychczasowe podwyżki stóp procentowych (265bps) podwyższą NII w 2022 roku o 2,5-3,1 mld PLN, a ostateczna skala będzie zależeć od zachowania bazy depozytowej. Kolejne 100bps podwyżki to wzrost NII o 800-900 mln PLN, z zaznaczeniem że wrażliwość będzie spadać z kolejnymi podwyżkami. Nasza bieżąca prognoza NII na 2022 rok to 13,1 mld PLN, jeżeli za punkt wyjścia przyjmiemy 4Q'21 (2,67 mld PLN) i przedstawioną wrażliwość to gdyby od lutego stopy procentowe przestały rosnąć, PKO BP powinien wygenerować około 13,2 mld PLN wyniku odsetkowego netto w 2022 roku. Mając na uwadze kolejną podwyżkę w marcu (+75bps) oraz następne na horyzoncie uważamy, że bank PKO BP nie tylko powinien zrealizować naszą prognozę na NII, ale istnieje duże prawdopodobieństwo przebicia naszych oczekiwań.

**NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)**



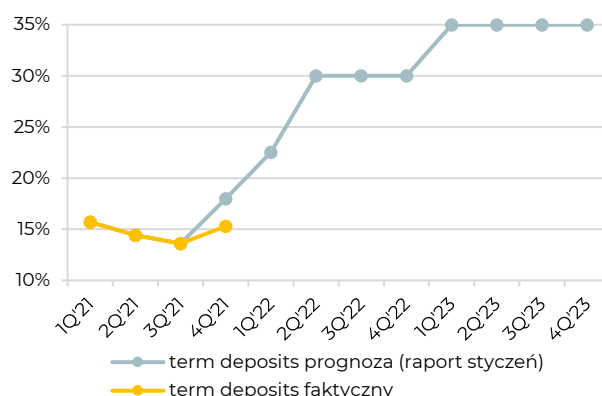
Źródło: mBank

**NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)**



Źródło: mBank

**Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu**



Źródło: mBank



## Pekao

Pekao	4Q'21
NIM	2,57%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	23%
udział depozytów terminowych	7%
koszty finansowania	0,13%

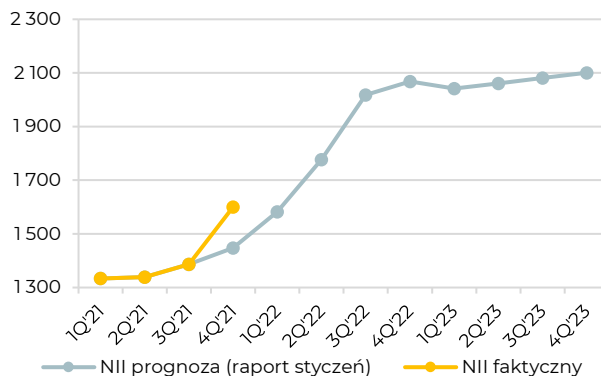
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	7 499	w górę
konsensus	7 355	w górę

Źródło: Bloomberg, mBank

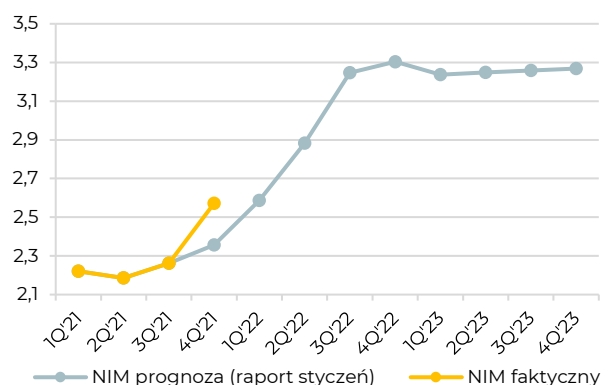
Pobicie konsensusu na wyniku odsetkowym przez Pekao w 4Q'21 było bardzo wyraźne, a trajektoria NII wyprzedziła nasze oczekiwania ze styczniowego raportu o cały kwartał. Silne odbicie NIMu potwierdza historyczną, wysoką wrażliwość banku na zmiany stóp procentowych. Do tego, Pekao pokazał nominalny spadek depozytów terminowych oraz spadek ich udziału, co wiążemy z lekkim odpływem depozytów korporacyjnych. Powyższe, tylko wzmacnia nasze przekonanie, że należy się spodziewać dalszego, równie silnego wzrostu NII w najbliższych kwartałach. Co ciekawe pozytywny wpływ zabezpieczających instrumentów pochodnych na NII wzrósł w 4Q'21 (delta +20 mln PLN). Z konferencji wynikowej wiemy, że wrażliwość dotychczasowych podwyżek stóp (265 p.b. do konferencji) wynosi około 500-550 mln PLN na każde 100 p.b, zaś ze sprawozdania finansowego dowiadujemy się, że zmiana stóp procentowych o 100 p.b. powinna wywołać zmianę NII o 7,51%, czyli 413 mln PLN. Na podstawie powyższych uważamy, że nasza prognoza NII na poziomie 7,5 mld PLN w 2022 roku jest niezagrażona i jest szansa na jej przebicie.

## NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)



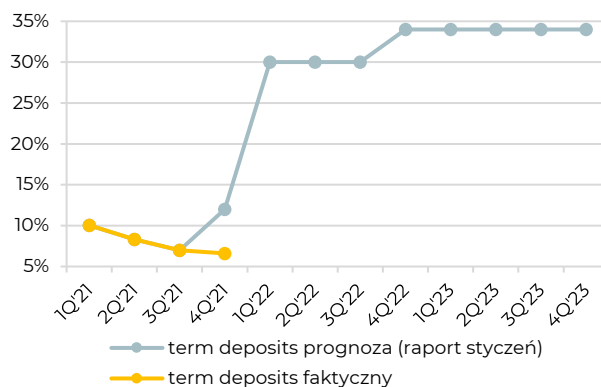
Źródło: mBank

## NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)



Źródło: mBank

## Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu



Źródło: mBank

**Santander Bank Polska**

Santander Bank Polska	4Q'21
NIM	2,89%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	31%
udział depozytów terminowych	13%
koszty finansowania	0,22%

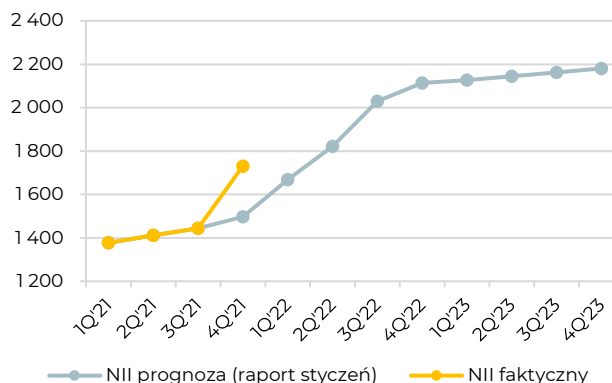
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	7 639	w górę
konsensus	7 691	w górę

Źródło: Bloomberg, mBank

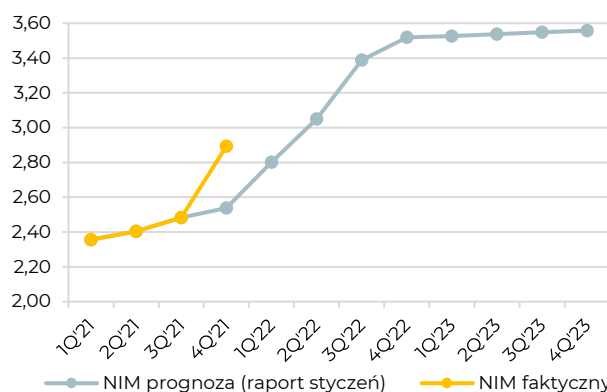
Trajektoria wzrostu NII w przypadku Santandera okazała się bardzo stroma, a zaraportowane w 4Q'21 przychody odsetkowe netto są nawet wyższe od tego co jeszcze nie dawno szacowaliśmy dla 1Q'22. Udział depozytów terminowych okazał się być zbliżony do naszych założeń, ale skala repricingu aktywnej strony bilansu zdecydowanie nas zaskoczyła. Co ważne, w przypadku Santandera rachunkowość zabezpieczeń nie odgrywa dużej roli w wyniku NII. To wszystko sprawia, że trajektoria NII Santandera w 1H'22 może być prawie tak samo stroma jak pod koniec 2021 (oczywiście zakładamy, że depozyty terminowe zaczną w coraz większym stopniu obciążać wynik odsetkowy). Jeżeli chodzi o wrażliwość NII na dotychczasowe podwyżki stóp procentowych (do konferencji było to 215 p.b) Zarząd banku potwierdził, że przedstawiony guidance 609-684 mln PLN na każde 100 p.b może być zbyt konserwatywny, biorąc pod uwagę brak konkurencji na rynku depozytów. Ze sprawozdania finansowego możemy natomiast wyczytać, że kolejne 100 p.b. podwyżki stóp powinny przełożyć się na NII wyższy o 440 mln PLN. Naszym zdaniem oznacza to wprost, że nasza prognoza NII w wysokości 7,6 mld PLN w 2022 roku jest niezagrażona

**NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)**



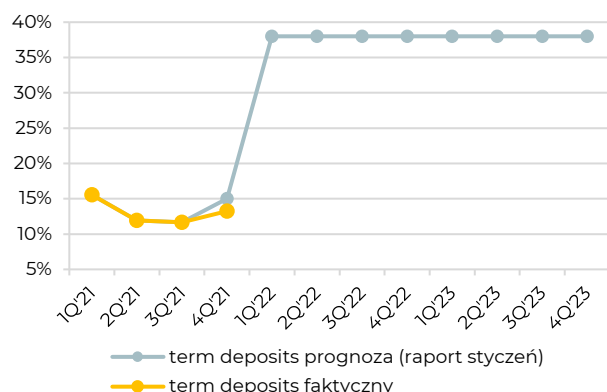
Źródło: mBank

**NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)**



Źródło: mBank

**Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu**



Źródło: mBank



### BNP Paribas Polska

BNP Paribas Polska	4Q'21
NIM	2,67%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	13%
udział depozytów terminowych	13%
koszty finansowania	0,36%

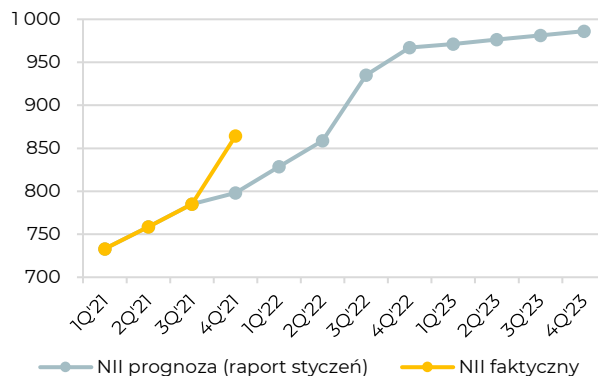
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	3 597	w górę
konsensus	-	-

Źródło: Bloomberg, mBank

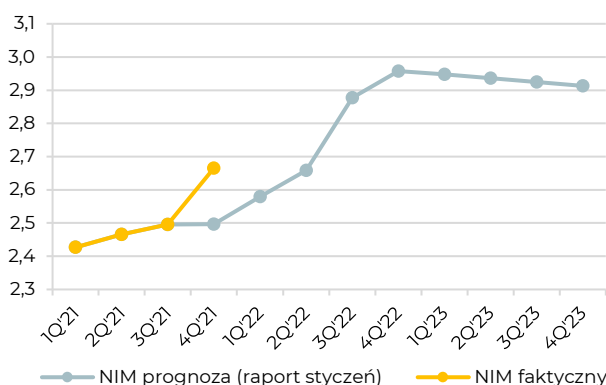
BNP Paribas Polska jako jedyny bank przebił nasze oczekiwania dotyczące udziału depozytów terminowych, które założyliśmy w styczniowym raporcie, nie jest to jednak duży problem ponieważ pokazał również wyższą od oczekiwanej trajektorię NII i NIM. Co ciekawe za wzrost depozytów terminowych odpowiadali głównie klienci korporacyjni. Podobnie jak w kilku innych bankach rachunkowość zabezpieczeń zaczyna wpływać negatywnie na wyniki odsetkowy BNP (delta w 4Q'21 to -11 mln PLN) i pewnie należy się spodziewać kontynuacji pogłębiania tego fenomenu w kolejnych kwartałach, jednakże w przypadku BNP rachunkowość zabezpieczeń nie odgrywa tak dużej roli jak chociażby w ING. Jeżeli chodzi o zaprezentowaną wrażliwość wyniku odsetkowego to wpływ dotychczasowych 265 p.b podwyżki stóp procentowych jest szacowany na 520-580 mln PLN w 2022 roku, zaś zgodnie z informacją podaną w sprawozdaniu finansowym wiemy, że kolejne 100 p.b to NII wyższy około 200 mln PLN w skali roku, przy założeniu najbardziej prawdopodobnej zmiany struktury produktowej. Co to oznacza dla naszej rocznej prognozy na NII? Powinna ona zostać zrealizowana z nadwyżką i bardzo prawdopodobna jest rewizja w górę naszych estymacji. Przypominamy, że komunikowana przez BNP pod koniec 2021 roku wrażliwość wyniku odsetkowego na wyższe stopy procentowe negatywnie nas zaskoczyła i przy okazji naszego styczniowego raportu postawiliśmy tezę, że bank może być zbyt konserwatywny w swoich wyliczeniach. Okazuje się, że najprawdopodobniej mieliśmy rację, a prezentowany wpływ podwyżek stóp procentowych na NII jest około 60% wyższy niż BNP wskazywał na to jesienią 2021 roku (dla pierwszych 265 p.b).

### NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)



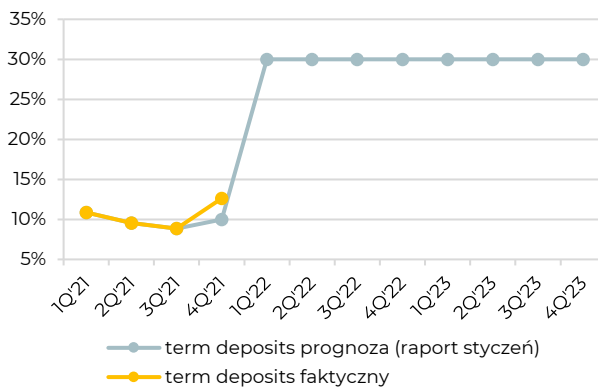
Źródło: mBank

### NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)



Źródło: mBank

### Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu



Źródło: mBank

### Alior Bank

Alior Bank	4Q'21
NIM	3,76%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	14%
udział depozytów terminowych	17%
koszty finansowania	0,37%

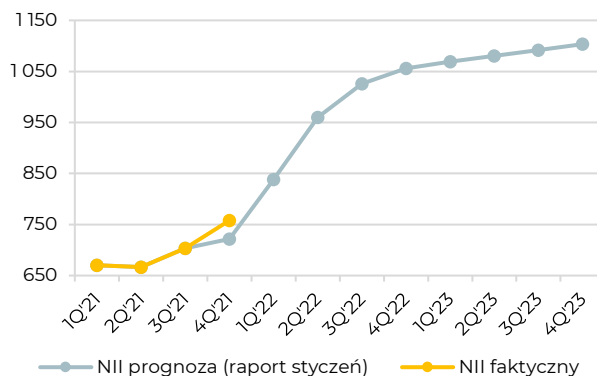
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	3 878	neutralna
konsensus	3 609	w górę

Źródło: Bloomberg, mBank

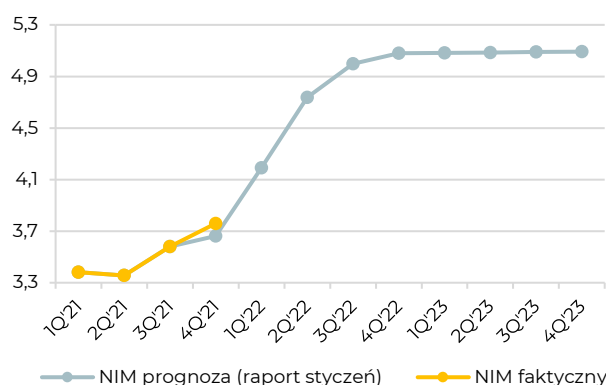
Wynik odsetkowy Alior Banku w 4Q'21 okazał się być zgodny z oczekiwaniami analityków, ale równocześnie jego trajektoria okazała się być wyższa od tego co przyjęliśmy w styczniowym raporcie. To co nas pozytywnie zaskoczyło to relatywnie niższy niż zakładaliśmy wzrost udziału depozytów terminowych (2pp vs zakładane 4pp) i to pomimo wyjścia z ofertą niezerowej lokaty i niezerowym kontem oszczędnościowym. Bank w przeszłości charakteryzował się wysokim udziałem depozytów terminowych i to ich poziom będzie w dużej mierze kształtował wrażliwość Aliora na kolejne podwyżki stóp procentowych. Oprócz wyższych kosztów odsetkowych, trzeba pamiętać że wyższe stopy procentowe mogą wzmocnić negatywny efekt tzw. „małego TSUE” na NII. W 4Q'21 efekt ten wyniósł 56 mln PLN i spodziewamy się, że może on rosnąć w najbliższych kwartałach. Co ciekawe, dotychczas zrealizowana wrażliwość vs WIBOR 3M okazała się być niższa niż można było oczekiwać, co potwierdza komentarz z prezentacji wynikowej o tym, że efekt podwyżek stóp na NII w 4Q'21 to około 57 mln PLN. Na konferencji zarząd potwierdził, że aby aktywna strona bilansu w pełni odzwierciedliła wyższe stopy procentowe muszą minąć nawet dwa kwartały. Oznacza to, że echo podwyżek z 4Q'21 będzie wspierać dynamikę NII jeszcze w 2Q'22. Wg zaprezentowanej przez bank wrażliwości pierwsze 265 p.b. podwyżki stóp powinno wzmocnić NII o 700-800 mln PLN w skali roku, zaś wrażliwość dla kolejnych podwyżek została obniżona do 150-200 mln PLN na każde 100 p.b.. Oznacza to, że nasza prognoza na NII w 2022 roku w wysokości 3,8 mld PLN, choć mogła wydawać się nazbyt optymistyczna jeszcze 2 miesiące temu, to w tym momencie wydaje się bardzo realna, biorąc pod uwagę kolejne podwyżki stóp procentowych oraz założenie stałego bilansu.

### NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)



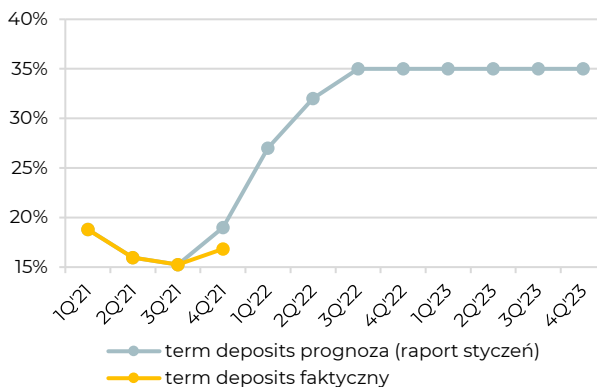
Źródło: mBank

### NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)



Źródło: mBank

### Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu



Źródło: mBank





## Bank Millennium

Bank Millennium	4Q'21
NIM	2,95%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	29%
udział depozytów terminowych	18%
koszty finansowania	0,17%

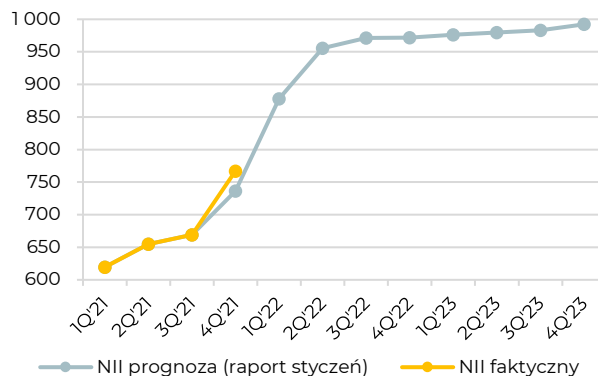
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	3 776	neutralna
konsensus	3 541	neutralna

Źródło: Bloomberg, mBank

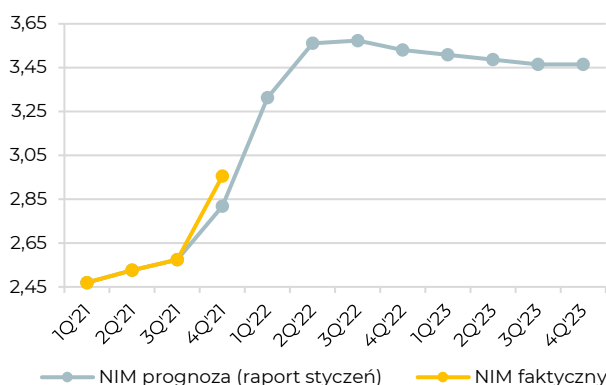
Chociaż pobicie naszych oczekiwań dotyczących NII w 4Q'21, które wynikały z zaprezentowanej prognozy rocznej nie było duże, to zwracamy uwagę że założona przez nas trajektoria NII dla Millennium jest jedną z bardziej stromych, więc nawet niewielkie pozytywne zaskoczenie ma swoją wagę. W komunikacji dotyczącej wrażliwości wyniku na stopy procentowe Millennium był bardziej powściągliwy niż pozostałe banki ze względu na dużą niepewność dotyczącą założeń rozwoju i struktury bilansu. Wiemy na pewno, że zarząd spodziewa się dalszej poprawy marży odsetkowej (NIM w grudniu wyniósł 3,2%) oraz NII. Aby ocenić wykonalność naszej prognozy NII musimy przyjąć kilka założeń. Ze sprawozdania finansowego wiemy, że znając efekt podwyżek stóp o 165 p.b Millennium określiło swoją wrażliwość na kolejne 100 p.b. podwyżki na 160 mln PLN w skali roku. Wiemy jednak z komunikacji innych banków, że waga pierwszych podwyżek była większa. W przypadku Millennium przyjmujemy, że pierwsze 165 p.b, przełoży się na NII wyższy o 330 mln PLN (200 mln PLN na 100 p.b). Dodając ten szacunek do zaktualizowanego wyniku 4Q'21 oraz biorąc pod uwagę dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej (kolejne 175 p.b w 1Q'22) uważamy, że nasza prognoza NII na 2022 rok w wysokości 3,8 mld PLN jest jak najbardziej w zasięgu Banku Millennium, jednakże jej realizacja wymaga pewnego wzrostu bilansu oraz wzrostu udziału depozytów terminowych w co najwyżej zakładanym przez nas tempie.

## NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)



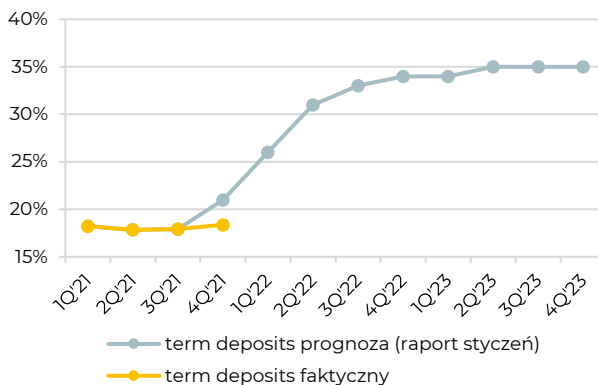
Źródło: mBank

## NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)



Źródło: mBank

## Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu



Źródło: mBank



**ING BSK**

ING BSK	4Q'21
NIM	2,82%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 6M)	21%
udział depozytów terminowych*	49%
koszty finansowania	0,22%

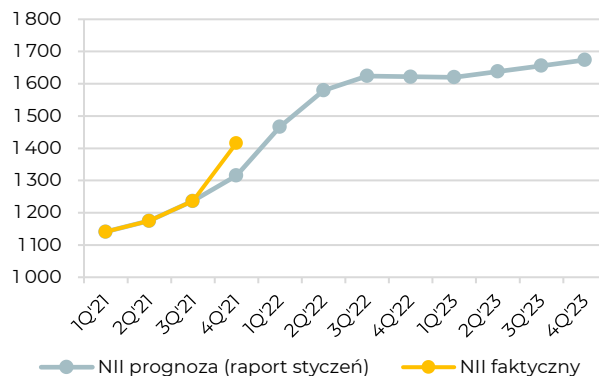
Źródło: mBank, \*razem OKO

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	6 289	w dół
konsensus	6 288	w dół

Źródło: Bloomberg, mBank

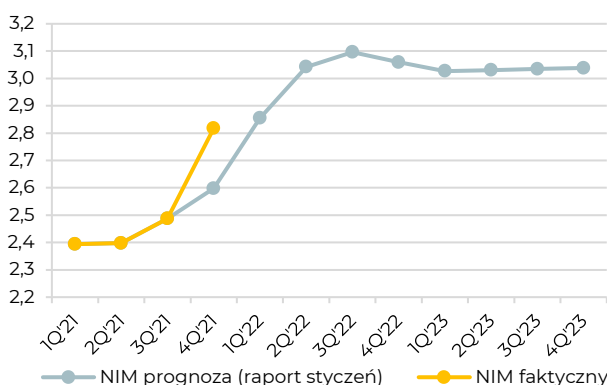
ING mocno pozytywnie zaskoczył na wyniku odsetkowym, zdecydowanie przebijając zakładaną przez nas trajektorię wzrostu. Poziom zaskoczenia jest o tyle większy, że ING pokazał spadające koszty odsetkowe, pomimo aktywnego wyjścia z nową ofertą oszczędnościową do klientów w listopadzie 2021 roku. Uważamy, że skala tak pozytywnego zaskoczenia może wynikać, że oprócz pozytywnego efektu stóp procentowych na rentowność aktywów odsetkowych wzmocnionego szybszym wzrostem WIBOR 6M, cały czas działał pozytywny efekt strategii zabezpieczających. Jedną z cech charakterystycznych rachunkowości zabezpieczeń w ING jest wygładzanie wyniku odsetkowego w okresach dużej zmienności stóp procentowych. Szacujemy, że w 4Q'21 efekt zabezpieczenia przepływów pieniężnych zadziałał netto pozytywnie na NII pomimo wzrostu stóp procentowych. Przypomnijmy, że w przypadku zabezpieczenia przepływów z aktywów ING korzysta ze swapów na stopę procentową (IRS) w notacji płac zmienne, otrzymuj stałe, zaś do zabezpieczenia przepływów związanych z pasywną stroną bilansu swapów na stopę procentową w notacji płac stałe, otrzymuj zmienne. Nasze zgrubne szacunki pozytywnego wpływu IRSów w 4Q'21 to 250-300 mln PLN, natomiast w 1Q'22 możemy mieć do czynienia z częściowym odwróceniem tego efektu, przez co negatywna delta na NII z tytułu rachunkowości zabezpieczeń może wynieść około 300 mln PLN. Jak to się ma do naszych prognoz? ING poinformował, że pierwsze 215 p.b podwyżki stóp procentowych powinny podwyższyć NII w 2022 roku o 700-900 mln PLN. Korygując NII z 4Q'21 o spodziewaną deltę z rachunkowości zabezpieczeń punktem wyjściowym jest zaanalizowany NII na poziomie 4,4 mld PLN, dodając do tego spodziewany efekt dotychczasowych podwyżek, otrzymujemy około 5,2 mld PLN, co jest poziomem nadal dużo niższym od naszej prognozy na poziomie 6,3 mld PLN. Chociaż kolejne podwyżki stóp procentowych również będą wpływać pozytywnie na NII, to biorąc pod uwagę pro klientowską postawę ING jeżeli chodzi o oprocentowanie depozytów oraz rosnącą niepewność dotyczącą dynamiki wolumenów (jako bank mniej wrażliwy na ruchy w stopach procentowych ING mocniej polega na wolumenach), uważamy, że istnieje niewielka szansa rewizji w dół naszych prognoz na NII, jednocześnie zaznaczając, że skala negatywnej rewizji byłaby niewielka.

**NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)**



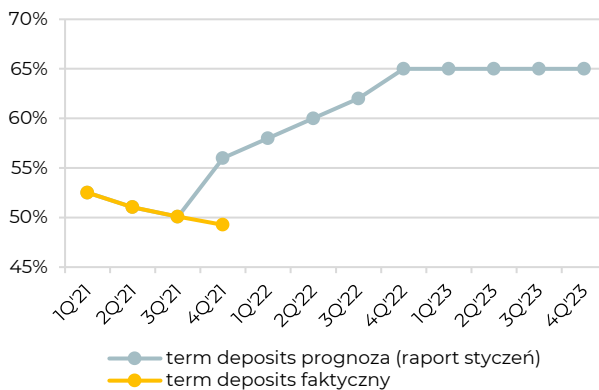
Źródło: mBank

**NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)**



Źródło: mBank

**Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu**



Źródło: mBank



## Bank Handlowy

Bank Handlowy	4Q'21
NIM	1,66%
zrealizowana wrażliwość (vs WIBOR 3M)	39%
udział depozytów terminowych	7%
koszty finansowania	0,16%

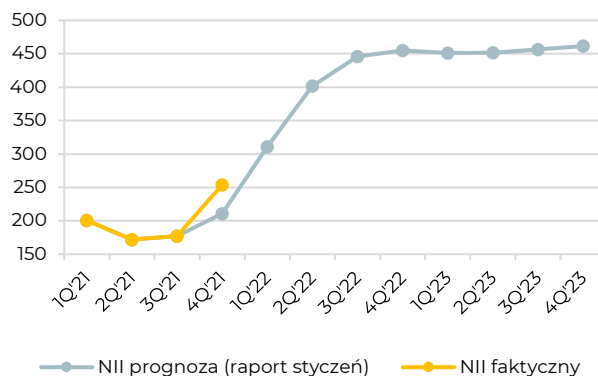
Źródło: mBank

oczekiwany NII 2022	(mln PLN)	szansa rewizji
nasza obecna prognoza	1 614	neutralna
konsensus	1 216	w górę

Źródło: Bloomberg, mBank

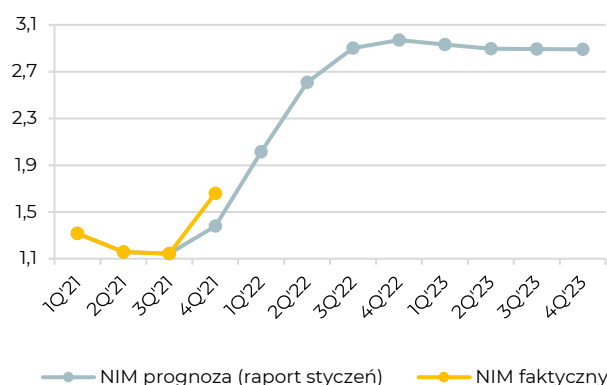
NII w Handlowym odbił bardzo mocno w 4Q'21, a kwartalny NIM liczony do średnich aktywów wzrósł o 52 p.b. do 1,66 %. Tutaj należy podkreślić, że za gros tego wzrostu odpowiadało mocniejsze wejście Handlowego na rynek pieniężny, co pozwoliło na częściową optymalizację struktury bilansu w krótkim okresie. Zakładamy, że w średnim terminie Handlowy rozpocznie zakupy na rynku obligacji, tak aby zmonetyzować wyższe rentowności. Jeżeli chodzi o książkę kredytową to wyłączając przychody z kart, oprocentowanie nie wzrosło tak mocno jak można było się spodziewać. Yield na portfelu podmiotów niefinansowych z wyłączeniem należności kartowych, wzrósł o zaledwie 22 p.b w 4Q'21, wobec wzrostu średniego WIBOR 3M o 132 p.b.. Przyczyna tak relatywnie słabej reakcji tego portfela na wzrost stóp procentowych może być dwójaka: 1) ze względu na konstrukcję umów repricing jest opóźniony, przez co większego wzrostu yieldu należy się spodziewać w 1Q'22. 2) Handlowy silnie konkuruje o klienta poprzez marżę, a okres rosnących stóp procentowych będzie wykorzystywany do zdobycia udziałów rynkowych. Niestety, odpowiedzi na te pytania poznamy najwcześniej przy okazji wyników za 1Q'22, dlatego też trudno jednoznacznie ocenić wykonalność naszej prognozy NII na 2022 rok. Do tej pory zakładaliśmy NII w 2022 roku na poziomie 1,6 mld PLN i patrząc na trajektorię wyniku odsetkowego w 4Q'21 podtrzymujemy tą prognozę, natomiast w przeciwieństwie do niektórych banków nie możemy jednoznacznie stwierdzić, że zostanie ona pobita.

## NII zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (mln PLN)



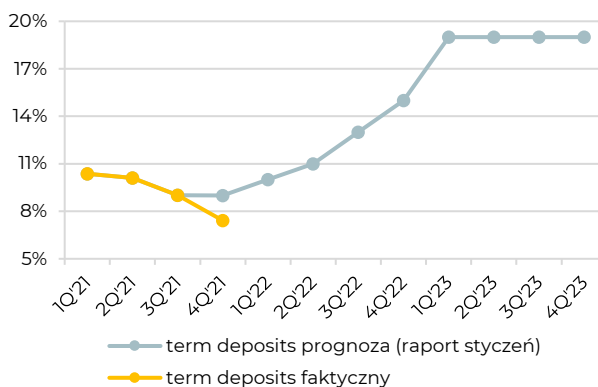
Źródło: mBank

## NIM zrealizowany vs nasza prognoza z raportu (%)



Źródło: mBank

## Udział depozytów terminowych vs nasze założenia z raportu



Źródło: mBank

**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/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_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, 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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej Klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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/analiza\\_i\\_rynek/analiza\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analiza_i_rynek/analiza_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 branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia 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.

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

### Departament Analiz

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

Daniel Urbański  
+48 22 697 47 44  
[daniel.urbanski@mbank.pl](mailto:daniel.urbanski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@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)

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)

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