

piątek, 21 lutego 2020 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podwyższona)

ALR PW; ALRR.WA | Banki, Polska

Przesilenie wiosenne

W przeciągu roku zarówno kurs akcji Alior Banku jak i oczekiwania odnośnie wyników lat kolejnych przepełniły się. Uważamy, że obecna wycena rynkowa dyskontuje już znacznie więcej niż nasz czarny scenariusz, który zakłada wysoki koszt ryzyka w kolejnych dwóch latach, czy nawet brak poprawy marży odsetkowej po negatywnym werdykcie TSUE w sprawie rozliczenia prowizji z wcześniej spłaconych kredytów. Pomimo takich konserwatywnych założeń, przy obecnym kursie (0,5x P/BV) dostrzegamy już potencjał wzrostu i podnosimy naszą rekomendację dla Alior Banku do kupuj. Zwracamy uwagę, że w kontekście nadchodzących wyników za 4Q'19, pojawia się szansa na poprawę sentymentu, choć na pełne odbudowanie zaufania rynku, bank będzie musiał pracować co najmniej kilka kwartałów. Oczekujemy, że pierwszym krokiem ku normalizacji będzie oczekiwany spadek kosztu ryzyka do 200 p.b. w 4Q'19, co powinno zwrócić uwagę rynku w kontekście wyników lat kolejnych (ten poziom ekstrapolowany na cały 2020 rok spowodowałoby wzrost naszych prognoz aż o 25%). Spadek salda rezerw w kolejnych latach nie jest scenariuszem nierealnym, biorąc pod uwagę, że powtarzalny koszt ryzyka (bez zdarzeń jednorazowych w korpo) w 2019 roku powinien wynieść około 174 p.b., zaś wskaźnik pokrycia rezerw w tym segmencie wreszcie zbliżył się do średniej rynkowej. Dodatkowo uważamy, że bank w 2020 roku ma szansę zaskoczyć rynek wynikiem odsetkowym wspartym przez spadające koszty finansowe oraz wyższe od zakładanych wolumeny kredytowe. Z jednej strony Alior Bank ma jeden z najwyższych kosztów finansowania na rynku, a z drugiej pozycja kapitałowa pozwala na większy od zakładanej wzrost książki kredytowej. Na razie wstrzymujemy się z aplikowaniem tych bardziej agresywnych założeń do modelu, ale aktualnie ryzyko przesuwamy się w stronę pozytywną. Dodatkowo uważamy, że w każdym potencjalnym scenariuszu M&A inwestorzy mniejszościowi będą w uprzywilejowanej sytuacji, ponieważ obecna wycena rynkowa Aliora generowałaby znaczące odpisy dla PZU.

Nasze prognozy lekko obniżone przez wzrost opłat na BFG

Nasze prognozy zostały obniżone o 6%-2% na lata 2020-21 przez szacowany przez nas wzrost opłaty BFG (struktura 50:50) o +12% R/R. Nasze pozostałe prognozy pozostają niezmienione. Jeszcze raz podkreślamy, że nasze prognozy są konserwatywne na linii salda rezerw oraz wyniku odsetkowego. Jeżeli Alior Bank zdoła obniżyć koszt ryzyka do 200 p.b. w 2020 r. nasze prognozy mają potencjał do wzrostu o 25%.

4Q'19 pierwszym pierwiosnkiem

W 4Q'19 oczekujemy zysku netto na poziomie 151 mln PLN. Wynik ten nie powinien być zaskoczeniem ze względu na guidance Zarządu – 200 mln PLN powtarzalnego kwartalnie wyniku skorygowanego o około 50 mln PLN netto na zwrot prowizji. Chociaż oczekujemy spadku kosztu ryzyka do 200 p.b. w kwartale, to do pełnego odbudowania zaufania potrzebne będą kolejne kwartały.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy	2 856,1	3 084,5	3 209,8	3 209,7	3 369,4
Wynik pozaodsetkowy	887,9	1 012,8	908,7	936,8	963,5
Koszty ogółem	1 939,5	1 846,8	1 825,9	1 850,5	1 870,7
Zysk operacyjny*	1 804,6	2 250,5	2 292,7	2 296,0	2 462,1
Zysk netto	471,2	713,4	414,4	419,5	462,5
Koszty/przychody (%)	51,8	45,1	44,3	44,6	43,2
ROE (%)	7,3	10,8	6,2	5,9	6,1
P/E (x)	7,3	4,8	8,3	8,2	7,4
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	26,62 PLN
Cena docelowa	30,50 PLN
Kapitalizacja	3,44 mld PLN
Free float	2,34 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	30,6 mln PLN

Struktura akcjonariatu

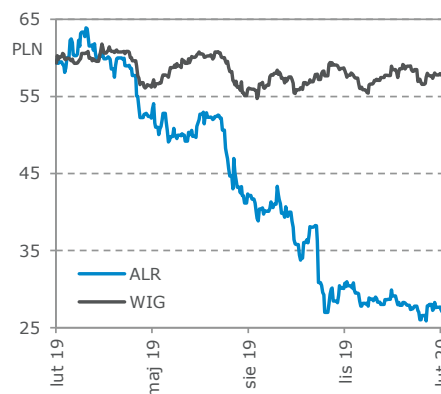
PZU SA	31,94%
Aviva OFE	7,25%
NN OFE	7,12%

Pozostali akcjonariusze 53,69%

Profil spółki

Alior Bank jest najbardziej dynamicznie rozwijającym się bankiem w Polsce. W przeciągu ostatnich 3 lat suma bilansowa rosła średnio rocznie w tempie 9,1% (CAGR). Historycznie bank oprócz rozwoju organicznego szukał okazji we wzroście poprzez przejęcia (Meritum Bank, Bank BPH). Wysoki udział kredytów konsumenckich w portfelu (54%) pozwala na utrzymanie przez bank bardzo wysokiej marży odsetkowej (>4%). Z drugiej strony, duży udział ryzykownych kredytów ma swoje odzwierciedlenie w bardzo wysokim koszcie ryzyka (209 p.b. na koniec 3Q'19 roku).

Kurs akcji ALR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Alior Bank	30,50	31,00	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Alior Bank	26,62	30,50	+14,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
WNDB	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk brutto	+0,4%	-3,9%	-1,2%
Zysk netto	+0,5%	-6,0%	-1,9%

Analitycy:

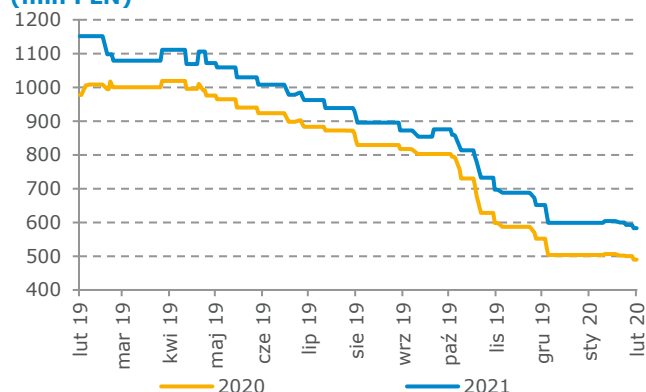
Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

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

Konsensus, prognozy oraz nowa strategia

Obecnie nasze prognozy dla Alior Banku znajdują się o 14%-21% poniżej konsensusu na lata 2020/21. Różnica pomiędzy naszą prognozą, a konsensem wynika głównie z kosztu ryzyka, gdzie rynek oczekuje jego spadku do około 200 p.b. wobec naszych oczekiwań na poziomie 220 p.b. Według danych Bloomberg wszyscy analitycy zaktualizowali swoje prognozy po 24 października 2019 r., czyli dacie ogłoszenia przez Alior Bank odpisów i efektu wprowadzenia orzecznictwa TSUE w sprawie zwrotu prowizji z kredytów konsumenckich. Niemniej jednak uważamy, że jest zbyt wcześnie aby podnosić nasze prognozy, a wyniki 4Q'19 mogą być dopiero zwiastunem nadchodzącej poprawy.

Zmiana prognozy zysku netto dla Alior Banku (mln PLN)



Źródło: Bloomberg, mBank

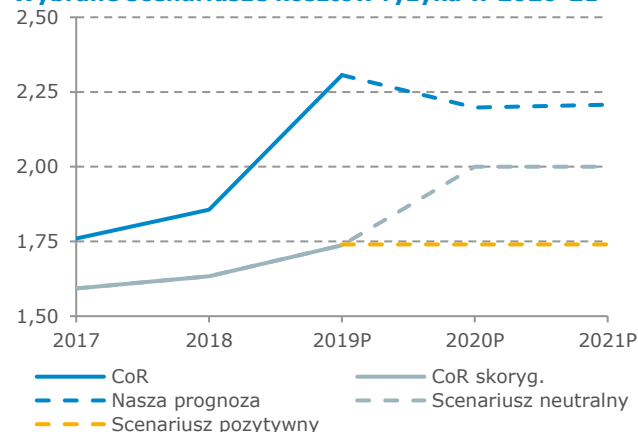
Nowa strategia banku zostanie zaprezentowana wraz z wynikami za 4Q czyli 28 lutego, choć jej pierwotny termin był zapowiadany jeszcze na styczeń. Uważamy, że Zarząd w nowej strategii będzie oczekiwał spadku kosztu ryzyka poniżej poziomu 200 p.b., odbudowy marży odsetkowej do poziomu zbliżonego sprzed ogłoszenia wyroku TSUE (c.4,6%-4,7%) oraz wzrostu rentowności kapitału własnego do poziomu około 10%. Jednocześnie uważamy, że rynek przyjmie cele z dystansem, a ewentualne zmiany prognoz będą realizowane wraz z kolejnymi wynikami kwartalnymi, które będą potwierdzać kierunek strategii.

Ostrożne podejście w kwestii kosztów ryzyka

Uważamy, że konserwyzm naszych prognoz odnośnie kosztów ryzyka, zapewnia nam duży margines jeżeli chodzi o nieprzewidziane zdarzenia w segmencie korporacji. Zakładamy, że po słabym roku 2019 (prognozowany CoR na poziomie 2,31%), sytuacja banku poprawi się o zaledwie 10 bps w 2020 i nie zmieni się w 2021 roku. Oznacza to, że spodziewamy się kosztu ryzyka około 45 bps, powyżej oczyszczonego CoR z 2019 roku. Z drugiej strony Alior zapowiedział uszczelnienie polityki kredytowej poprzez zaostrzenie kryteriów oceny zdolności kredytowej, zabezpieczeń, czy koncentracji kredytów, co w teorii powinno pozytywnie wpłynąć na koszty ryzyka banku. Bank dokonał szczegółowego przeglądu i rekalkulacji problematycznego portfela segmentu agro oraz dużych przedsiębiorstw, co jednorazowo odbiło się w saldzie rezerw, ale nie powinno powtarzać się w przyszłości. Mając świadomość naszego ostrożnego podejścia, prezentujemy dwa mniej konserwatywne scenariusze tj. scenariusz neutralny w którym koszty ryzyka w 2020 i 2021 roku wyniosą 2,0%, oraz scenariusz pozytywny, który zakłada, że w 2020 i 2021 roku nie wystąpią negatywne zdarzenia jednorazowe, a CoR portfela kredytowego będzie równy

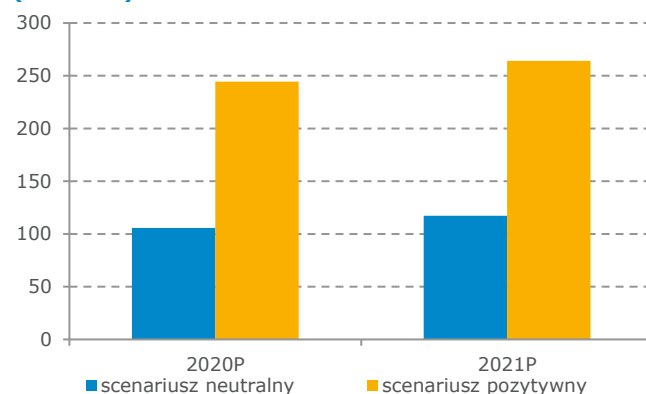
oczyszczonym kosztom ryzyka z 2019 roku (1,74%). W przypadku scenariusza neutralnego zysk netto byłby wyższy od prognozowanego o 106 mln PLN (+25%) i 117 mln PLN (+25%), odpowiednio w latach 2020 i 2021. Przy realizacji scenariusza pozytywnego nasze prognozy zysku netto byłyby za niskie o 302 mln PLN (+72%) w 2020 r. i 326 mln PLN (+70%) w 2021 roku. Jeżeli chodzi o rynkowe oczekiwania dotyczące salda rezerw to kształtują się one zdecydowanie poniżej naszych obecnych prognoz zarówno w 2020 r. (1 448 mln PLN vs 1 325 mln PLN), jak i 2021 r. (1 539 mln PLN vs 1 395 mln PLN), co pozycjonuje konsensus na poziomie scenariusza neutralnego.

Wybrane scenariusze kosztów ryzyka w 2020-21



Źródło: mBank

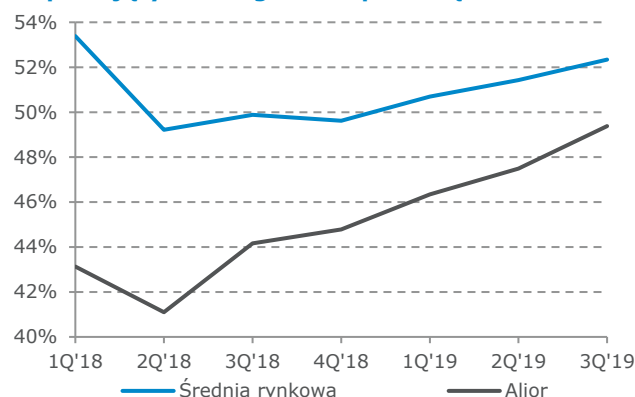
Wpływ realizacji scenariusza neutralnego i pozytywnego na naszą prognozę wyniku netto (mln PLN)



Źródło: mBank

Zwracamy również uwagę na rosnące obrezerwowanie portfela kredytowego w segmencie przedsiębiorstw, które może być kolejnym argumentem za tym, że nasze podejście do kosztów ryzyka może być zbyt ostrożne. Na koniec 3Q'19 wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych w segmencie przedsiębiorstw wyniósł 49,38% wobec średniej rynkowej na poziomie 52,34% (zgodnie z danymi NBP). Warto jednak zwrócić uwagę, że gdy średnia dla sektora fluktuuje, pokrycie rezerwami kredytów zagrożonych w Aliorze systematycznie rośnie. Daje to nadzieję, że niedługo Alior dogoni średnią rynkową, a pokrycie rezerwami będzie wystarczające na tyle, żeby ustrzec bank przed częścią negatywnych niespodzianek.

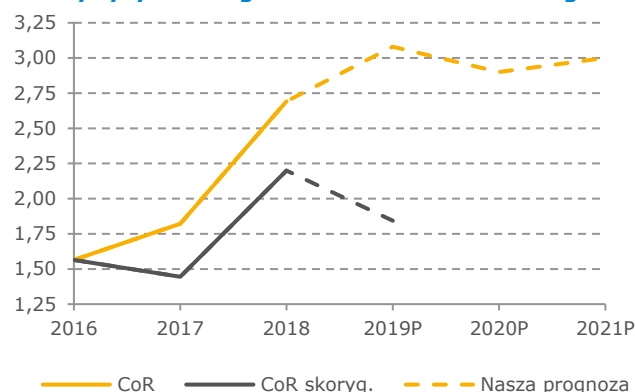
Wskaźnik pokrycia rezerwami kredytów niepracujących w segmencie przedsiębiorstw



Źródło: NBP, mBank

Aby zakończyć kwestię kosztów ryzyka chcielibyśmy zwrócić uwagę na fakt, iż podwyższone koszty ryzyka w naszej prognozie można przypisać segmentowi klienta biznesowego. Uważamy, że CoR w segmencie klienta detalicznego będzie względnie stabilny ze względu na utrzymującą się dobrą sytuację na rynku pracy oraz transfery socjalne. W segmencie biznesowym nasza prognoza zakłada koszty ryzyka na poziomie około 3,0% w dwóch najbliższych latach, co znacznie odbiega od skorygowanych poziomów na przestrzeni lat.

Koszty ryzyka w segmencie klienta biznesowego

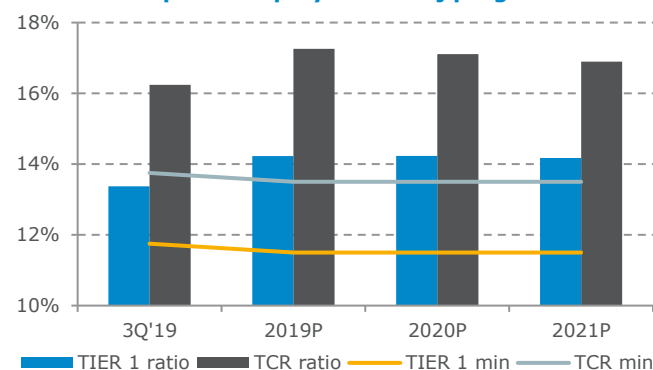


Źródło: mBank

Dobra sytuacja kapitałowa

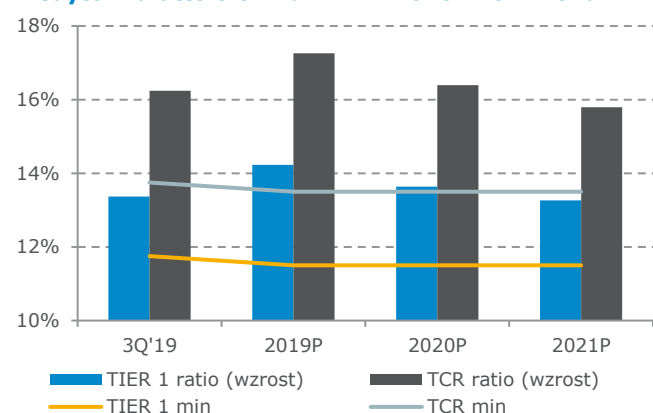
Inną kwestią, która pojawiała się na przestrzeni ostatnich miesięcy, były plotki o potrzebie emisji kapitału przez Alior Bank w przypadku kolejnych lat niskiej rentowności przy zachowaniu wysokiej dynamiki wolumenów kredytowych. Uważamy, że takie rozważania są obecnie bezpodstawne. W naszej prognozie zakładamy, że kredyty brutto wzrosną o 3,7 mld PLN w 2020 i 4,0 mld PLN w 2021 roku. Przy takim założeniu Alior zachowuje bezpieczną nadwyżkę kapitałową 273 p.b. ponad wymagane minimum. Co więcej, nawet gdybyśmy przyjęli scenariusz szybszego wzrostu i zwiększyli dynamikę kredytów brutto do +6 mld PLN w 2020 i 2021 (większe wolumeny kredytów konsumenckich), to i tak Alior Bank spełniałby aktualne wymogi kapitałowe z bezpieczną nadwyżką. Oczywiście w żadnym ze scenariuszy nie zakładamy, że Alior podzieli się zyskiem z akcjonariuszami w ciągu najbliższych dwóch lat. Podsumowując, sytuacja kapitałowa banku jest dobra, co pozwala na niezakłócony wzrost portfela kredytowego.

Wskaźnik kapitałowe przy aktualnej prognozie



Źródło: mBank

Wskaźnik kapitałowe przy założeniu wzrostu kredytów brutto o 6 mld PLN w 2020 i 2021 roku

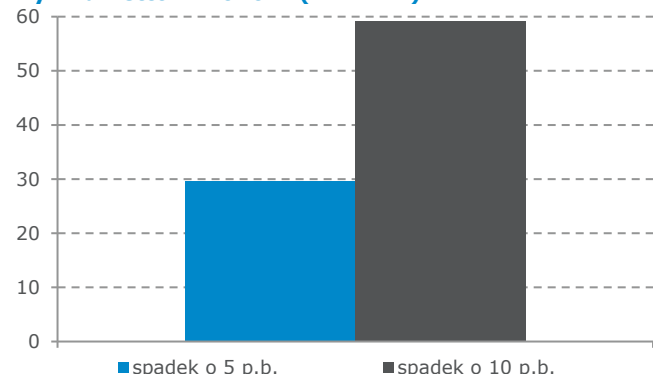


Źródło: mBank

Marża również po konserwatywnej stronie

Na tle analizowanych przez nas banków, Alior wyróżnia się najwyższymi kosztami finansowania, co stwarza przestrzeń do cięć. Obecnie zakładamy, że koszt finansowania mierzony jako koszty odsetkowe do średnich zobowiązań finansowych dla Aliora wyniesie w 2020 r. 1,28% (-2 p.b. R/R) wobec średniej na poziomie 0,92%. Jednocześnie banki podkreślają, że obniżenie kosztu finansowania będzie jednym z głównych elementów, pozytywnie wpływających na NIM w 2020 roku. W przypadku Aliora, obniżenie kosztów finansowania o każde 5 p.b. oznacza podniesienie wyniku netto o 30 mln PLN. Jednocześnie uważamy, że ze wskaźnikiem L/D na poziomie 90% Alior Bank nie powinien obawiać się odpływu depozytów detalicznych w efekcie spadku oprocentowania.

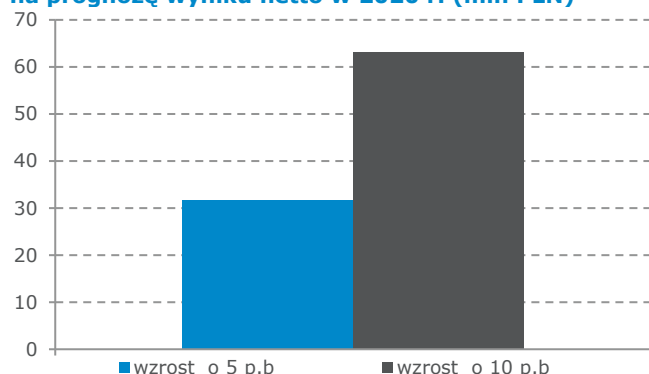
Wpływ obniżenia kosztów finansowania na prognozę wyniku netto w 2020 r. (mln PLN)



Źródło: mBank

Inną kwestią pozostaje mitygacja i ograniczenie wpływu zwrotu prowizji od przedpłaconych kredytów konsumenckich. Obecnie uważamy, że bank nie zdoła zasypać wyrwy powstałej po rozliczeniu prowizji w przychodach odsetkowych. Zakładamy, że marża odsetkowa (do pracujących aktywów) w 2020 roku spadnie o 36 p.b R/R. Jednakże podobnie jak w przypadku kosztów ryzyka, mamy świadomość, że ryzyko naszej prognozy jest skierowane ku górze i nie wykluczamy, że zmiany w cennikach produktów bankowych, zmuszą nas do pozytywnej rewizji naszych prognoz. Gdybyśmy zwiększyli zakładaną marżę o 5 p.b. wynik netto w 2020 wzrósłby o 32 mln PLN, zaś przy podniesieniu o 10 p.b. (co nadal oznaczałoby spadek marży o 26 p.b. R/R) wzrost wyniku wyniósłby 63 mln PLN.

Wpływ podwyższenia marży na pracujących aktywach na prognozę wyniku netto w 2020 r. (mln PLN)



Źródło: mBank

Wyniki 4Q zaskoczą strukturą

Alior Bank opublikuje wyniki za 4Q'19 28 lutego. Oczekujemy, że zysk netto wyniesie 150,7 mln PLN, czyli wzrośnie o 21% Q/Q, ale spadnie 17% R/R. Nasza prognoza jest o 21% niższa od implikowanego dla 4Q'19 wyniku z całorocznych prognoz rynku (źródło: Bloomberg). Niemniej jednak uważamy, że różnica wynika z braku w konsensusie pełnego efektu zwrotu prowizji (80 mln PLN kwartalnie). Pomimo znaczącego efektu zwrotu prowizji oczekujemy, że wynik odsetkowy spadnie zaledwie o 3% Q/Q lub około 27 mln PLN Q/Q dzięki wzrostowi organicznemu. Oczekujemy lekkiego spadku kosztów operacyjnych w ujęciu rocznym (-1% R/R), które pomimo tego z powrotem wzrosną lekko powyżej 400 mln PLN. Saldo rezerw szacujemy na 316 mln PLN, co oznacza jego spadek o 3% Q/Q. Nasza prognoza przekłada się na koszt ryzyka na poziomie 200 p.b. Nasza prognoza wpisuje się w guidance Zarządu po 3Q'19 na powtarzalne wyniki. Ponadto uważamy, że wynik za 4Q'19 wskazuje, że konsensus prognoz na cały 2020 r., choć ambitny to jest w zasięgu banku. Finalnie, bank zaskoczy strukturą wyników z lekkim spadkiem salda rezerw, co powinno powoli budować sentyment do akcji.

Prognoza wyników 4Q'19 Alior Banku

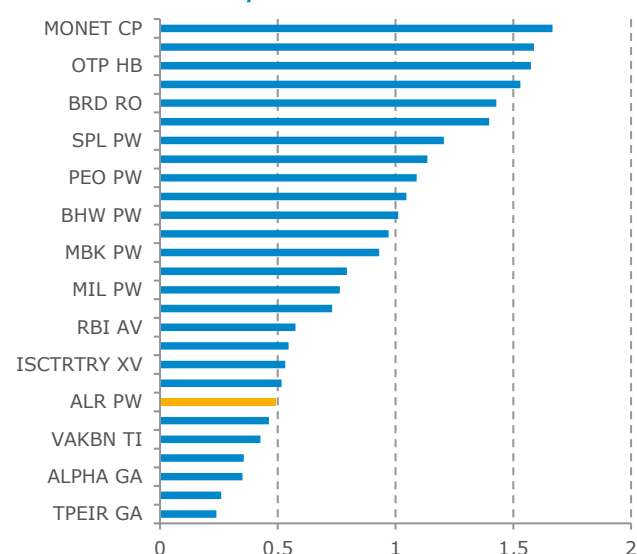
(mln PLN)	4Q'19P	3Q'19	Q/Q	R/R
Wynik odsetkowy	775,3	802,3	-3%	-3%
Wynik prowizyjny	170,1	172,5	-1%	48%
WNDB	1004,6	1033,5	-3%	-6%
Koszty operacyjne	-403,2	-372,0	8%	-1%
Saldo rezerw	-315,9	-324,8	-3%	5%
Zysk netto	150,7	124,5	21%	-17%

Źródło: Alior Bank, mBank

Wycena z głębokim dyskontem

Na 2020 rok wyceniamy Alior Bank na poziomie 0,5x P/BV oraz 9,4x P/E, czyli z odpowiednio 53% i 20% dyskontem do polskiej średniej. Od czasu naszej ostatniej rekomendacji kurs akcji Alior Banku spadł o 7% pomimo braku negatywnych informacji. Bank nie posiada ekspozycji na kredyty CHF, nie bierze udziału w konsolidacji rynku oraz nie potrzebuje podnosić kapitału. Na wskaźniku P/BV bank notowany jest na poziomie banków greckich czy tureckich, zaś poziom P/E odpowiada bankom francuskim, których potencjał wzrostu organicznego jest niższy niż Aliora. Jednocześnie przyznajemy, że poziom współczynników wypłacalności Alior Banku jest niższy niż grupy porównawczej chociaż, Tier 1 na poziomie 13,37% (minimum KNF 11,75%) trudno uznać za słaby i potrzebujący nadzwyczajnego wsparcia w postaci emisji. Jednocześnie uważamy, że nasze prognozy wyznaczają czarny scenariusz, włączając w to brak znaczącej poprawy kosztu ryzyka, marży odsetkowej po spadku związanym z rekompensatą prowizji oraz wyższe koszty BFG. Oznacza to, że w scenariuszu samego spadku kosztu ryzyka do 200 p.b. w 2020 i 2021 roku nasze prognozy mają potencjał do wzrostu o 25%, co nie pozostanie bez wpływu na wycenę. Finalnie uważamy, że konsensus jest już bliski końca korekty po przepełnieniu przez ostatni rok. Podsumowując uważamy, że obecna wycena Alior Banku wygląda bardzo atrakcyjnie patrząc nawet przez pryzmat prognozowanych przez nas słabych wyników w kolejnych dwóch latach.

Porównanie 2020 P/BV banków



Źródło: Bloomberg, mBank

12M Forward P/E Alior Banku

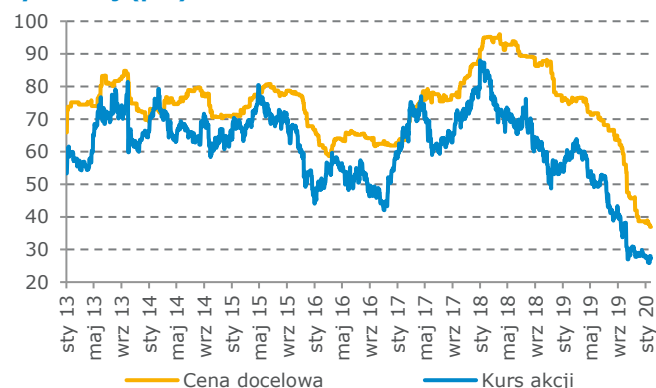


Źródło: Bloomberg, mBank

M&A – mało prawdopodobny scenariusz, ale wzywający musiałby zapłacić znaczącą premię

W ostatnim czasie Alior Bank łączony był zarówno z Bankiem Pekao jak i PKO BP. Uważamy, że chociaż wycena Alior Banku jest na atrakcyjnym poziomie to problemem może być główny akcjonariusz PZU. Szacujemy, że średnia cena zakupu akcji Alior Banku przez PZU była nieco ponad 2x wyższa niż obecna wycena banku. Oznacza to, że sprzedaż banku mogłoby pociągnąć za sobą urealnienie wyceny przez PZU, a co za tym idzie odpis rzędu c.1,6 mld PLN czego naszym zdaniem PZU chciałoby uniknąć. Niemniej jednak uważamy, że w przypadku wezwania na akcję trudno byłoby zaakceptować PZU ofertę na obecnym poziomie. Średnia cena docelowa analityków obecnie wskazuje na ponad 33% potencjał wzrostu.

Średnia cena docelowa znacznie powyżej ceny rynkowej (pln)



Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena

Metoda zdyskontowanych dywidend

	(mln PLN)	%
Etap I (2020-21)	0,0	0,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	238,9	3,4
Etap II (2022-36)	3 623,3	52,3
Etap III (2037-56)	1 642,4	23,7
Wartość rezydualna	1 423,2	20,5
Wartość godziwa kapitałów własnych	6 927,8	100,0
Liczba akcji (mln)	129,3	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	53,6	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	57,0	

Metoda zysków ekonomicznych

	(mln PLN)	%
Początkowe TNAV	6 920,2	104,0
Etap I (2019-21)	135,0	2,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	485,4	7,3
Etap II (2022-36)	-541,2	-8,1
Etap III (2037-56)	-347,3	-5,2
Wartość godziwa kapitałów własnych	6 652,2	100,0
Liczba akcji (mln)	129,3	
Wartość godziwa na akcję (PLN)	51,5	
Koszt kapitału (%)	8,5	
9M cena docelowa (PLN)	54,7	

Główne wskaźniki finansowe

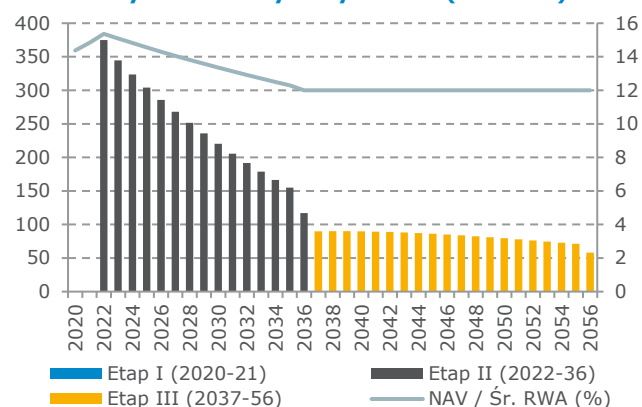
(%)	2019	2020	2021	Śr.*
Wynik odsetkowy / średnie RWA	6,1	6,2	6,1	5,3
Wynik pozaodsetkowy / średnie RWA	2,0	1,8	1,8	1,5
Koszty / średnie RWA	-3,6	-3,5	-3,5	-3,1
Koszty / dochody	45,1	44,3	44,6	46,0
Saldo rezerw / średnie RWA	-2,1	-2,8	-2,7	-2,4
Efektywna stopa podatkowa	-23,0	-26,5	-21,0	-19,0
Pozostałe / RWA	-2,6	-0,4	-0,3	-0,2
Wynik netto / średnie RWA	-0,2	1,3	1,3	1,0
Aktywa netto / średnie RWA	13,6	13,4	14,4	13,6
Zwrot z aktywów netto	-1,5	10,0	8,8	7,6
Wzrost zysku netto	37,0	-30,2	4,1	1,5
Średnie RWA (mld PLN)	50,9	51,5	52,9	82,6
Wzrost średnich RWA	5,1	1,2	2,8	4,6

*Średnia dla lat 2022-36P

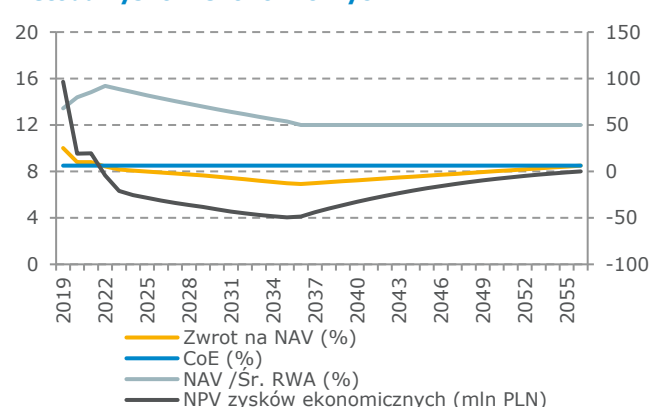
Podsumowanie wyceny

	(PLN)
Metoda zdyskontowanych dywidend	53,60
Metoda zysków ekonomicznych	51,46
Średnia wartość godziwa	52,53
Podatek bankowy	-23,86
9M cena docelowa	30,50

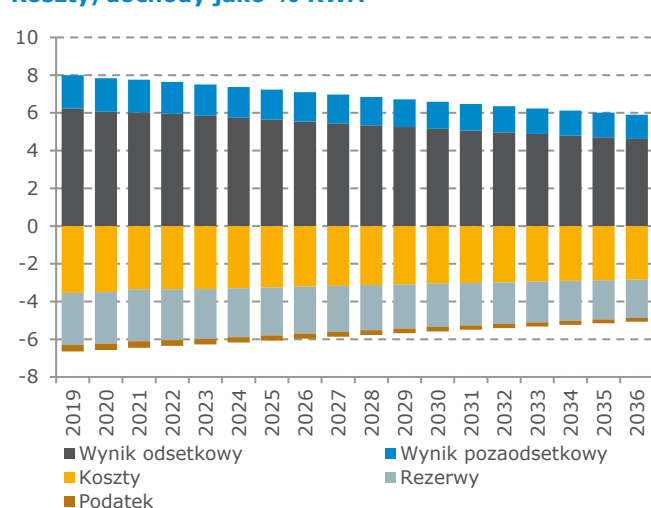
Metoda zdyskontowanych dywidend (mln PLN)



Metoda zysków ekonomicznych



Koszty/dochody jako % RWA



RZiS (IFRS, skonsolidowany)

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wynik odsetkowy netto	1 501,0	1 946,0	2 856,1	3 084,5	3 209,8	3 209,7	3 369,4
Wynik prowizyjny	331,7	331,1	430,8	710,1	671,4	690,6	708,0
Wynik handlowy	281,7	342,5	344,8	175,7	100,1	102,1	104,2
Pozostałe przychody	81,9	578,1	112,4	127,0	137,2	144,1	151,3
Przychody pozaodsetkowe	695,2	1 251,7	887,9	1 012,8	908,7	936,8	963,5
Wynik na działalności bankowej	2 196,2	3 197,8	3 744,1	4 097,4	4 118,6	4 146,5	4 332,9
Koszty ogółem	1 138,1	1 618,6	1 939,5	1 846,8	1 825,9	1 850,5	1 870,7
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 058,1	1 579,1	1 804,6	2 250,5	2 292,7	2 296,0	2 462,1
Saldo rezerw	672,1	799,9	914,9	1 054,1	1 418,0	1 448,5	1 539,5
Zysk brutto	386,0	779,3	889,6	1 196,5	874,7	847,5	922,6
Podatek dochodowy	77,0	73,3	217,6	274,9	231,8	178,0	193,7
Zyski udziałowców mniejszościowych	-0,7	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto przed podatkiem bankowym	309,6	706,1	671,7	921,6	642,9	669,5	728,8
Podatek bankowy	0,0	130,9	200,5	208,2	228,5	250,0	266,3
Zysk netto	309,6	575,2	471,2	713,4	414,4	419,5	462,5

Bilans (IFRS, skonsolidowany)

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Należności od sektora finansowego	2 395,5	2 449,3	1 867,0	2 251,5	2 409,1	2 577,7	2 758,2
Kredyty i pożyczki	30 907,1	46 247,2	51 266,6	54 245,9	59 053,5	62 563,7	66 208,0
Dłużne papiery wartościowe	5 272,0	10 163,1	14 051,7	14 060,9	15 045,1	16 098,3	17 225,2
Aktywa trwałe oraz WNiP	616,0	1 002,2	1 024,3	1 033,0	1 041,7	1 046,8	1 051,4
Inne aktywa	812,5	1 298,6	1 306,4	1 828,7	1 938,4	2 054,7	2 178,0
Aktywa ogółem	40 003,0	61 160,5	69 516,0	73 419,9	79 487,7	84 341,1	89 420,7
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 051,0	428,6	891,6	593,3	1 526,0	1 863,9	2 121,3
Depozyty	33 663,5	51 368,7	57 657,0	62 435,6	66 945,3	70 869,7	75 045,9
Wyemitowane papiery wartościowe	310,2	298,3	435,9	416,4	458,0	503,9	554,2
Otrzymane pożyczki podporządkowane	896,3	1 164,8	1 915,0	1 918,1	1 927,7	1 937,3	1 947,0
Inne zobowiązania	567,9	1 740,2	1 925,5	1 570,6	1 680,3	1 796,6	1 919,9
Kapitały własne	3 512,9	6 158,9	6 689,7	6 485,9	6 950,3	7 369,8	7 832,4
Zyski udziałowców mniejszościowych	1,2	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa ogółem	40 003,0	61 160,5	69 516,0	73 419,9	79 487,7	84 341,1	89 420,7

Wskaźniki finansowe

%	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Dynamiki pozycji finansowych (r/r)							
Kredyty	30,7	49,6	10,9	5,8	8,9	5,9	5,8
Depozyty	37,8	52,6	12,2	8,3	7,2	5,9	5,9
Kapitały własne	32,6	52,9	13,7	5,6	8,3	6,1	6,0
Aktywa	32,6	52,9	13,7	5,6	8,3	6,1	6,0
Zysk netto	-4,1	85,8	-18,1	51,4	-41,9	1,2	10,3
Wynik odsetkowy	22,1	29,6	46,8	8,0	4,1	0,0	5,0
Wskaźniki bilansowe							
Kredyty / depozyty	91,8	90,0	88,9	86,9	88,2	88,3	88,2
Depozyty / aktywa	84,2	84,0	82,9	85,0	84,2	84,0	83,9
Kredyty / aktywa	77,3	75,6	73,7	73,9	74,3	74,2	74,0
Kapitały / aktywa (wł. u. mniejszości)	8,8	10,1	9,6	8,8	8,7	8,7	8,8
Współczynnik wypłacalności	12,5	13,6	15,2	15,8	17,3	17,1	16,9
Współczynnik Tier 1	9,7	11,3	12,1	12,8	14,2	14,2	14,2
Jakość aktywów							
NPL / kredyty brutto	9,3	9,8	10,8	10,6	10,4	10,2	10,2
Rezerwy / kredyty brutto	5,9	6,2	6,2	7,9	7,8	7,7	7,7
Rezerwy / NPL	63,6	63,0	57,5	74,8	75,0	75,0	75,0
Rezerwy netto / średnie kredyty brutto	2,3	1,9	1,8	1,9	2,3	2,2	2,2
Zyskowność							
Marża odsetkowa*	4,5	4,1	4,6	4,6	4,4	4,1	4,1
Przychody odsetkowe / średnie aktywa	4,3	3,8	4,4	4,3	4,2	3,9	3,9
Przychody pozaodsetkowe / średnie aktywa	2,0	2,5	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1
Koszty / średnie aktywa	3,2	3,2	3,0	2,6	2,4	2,3	2,2
Koszty / przychody	51,8	50,6	51,8	45,1	44,3	44,6	43,2
Rezerwy netto / średnie aktywa	1,9	1,6	1,4	1,5	1,9	1,8	1,8
Zysk brutto / średnie aktywa	1,1	1,5	1,4	1,7	1,1	1,0	1,1
Efektywna stopa podatkowa	20,0	9,4	24,5	23,0	26,5	21,0	21,0
ROA	0,9	1,1	0,7	1,0	0,5	0,5	0,5
ROE	9,5	11,9	7,3	10,8	6,2	5,9	6,1
Wskaźniki wyceny							
Liczba akcji (eop, mln)	72,7	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3
Średnia liczba akcji (mln)	72,1	101,0	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3
EPS (PLN)	4,3	5,7	3,6	5,5	3,2	3,2	3,6
BVPS (PLN)	48,3	47,6	51,8	50,2	53,8	57,0	60,6
P/E (x)	6,2	4,7	7,3	4,8	8,3	8,2	7,4
P/BV (x)	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*wynik odsetkowy/średnie aktywa zarabiające

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

PRZEWAGA (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. 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”), 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_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, 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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 podmiotem z grupy kapitałowej emitenta.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 21 lutego 2020 o godzinie 08:19.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 21 lutego 2020 o godzinie 08:19.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Alior Bank**

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-11-06	2019-07-03	2019-06-03	2019-02-01
cena docelowa (PLN)	31,00	72,30	77,00	87,00
kurs z dnia rekomendacji	29,34	51,10	52,80	57,50

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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