

czwartek, 16 marca 2017 | aktualizacja raportu

Alior Bank: kupuj (podwyższona)

ALR.PW; ALR.WA | Banki, Polska

Harder, Better, Faster, Stronger

Podwyższamy naszą rekomendację akumuluj do kupuj dla Alior Banku, jednocześnie podwyższając cenę docelową do poziomu 90,00 PLN na akcję. Rewizja ceny docelowej wynika z bardziej pozytywnej prognozy Zarządu na przyszłe wyniki w latach 2017-2020, która odbiega od naszych dotychczasowych oczekiwań. Uważamy, że strategia banku z ustalonym ROE na poziomie 14% w 2020 jest ambitna, ale osiągalna. Pomóc w osiągnięciu strategii mają również zrewidowane na lata 2017-2019 niższe koszty integracji (o 264 mln PLN), wyższe synergije kosztowe (o +70 mln PLN) z wydzieloną częścią banku BPH oraz podwyżki stóp procentowych. Brak planowanej dywidendy przez kolejne dwa-trzy lata spowoduje znaczącą poprawę sytuacji kapitałowej banku, która była do tej pory piętą achillesową. Umożliwi to dalszy wzrost akcji kredytowej na poziomie 5-6 mld PLN netto rocznie, zgodnie z założeniami strategii Zarządu. Finalnie cały czas podtrzymujemy, że Alior Bank ponowi próbę przejęcia kolejnego banku (nie wykluczamy transakcji z RBI), co tym razem powinno spotkać się z większym uznaniem rynku ze względu na historyczny, pozytywny „track-record”. Alior Bank pozostaje naszym „top-pick” w polskim sektorze bankowym z potencjałem wzrostu na poziomie 25%.

Podnosimy prognozy o 29%-37% na lata 2018-2019

Znacznie wyższe od oczekiwań wyniki za 4Q'16 skłoniły nas do podniesienia naszych prognoz na lata 2017-19 o odpowiednio 150%, 37,0% oraz 28,8%. Wyższy zwrot z kapitałów pomoże bankowi na poprawę pozycji kapitałowej, co z kolei przekłada się na nasze bardziej optymistyczne spojrzenie na wzrost wolumenów. Ponadto w znaczący sposób zrewidowaliśmy oczekiwania odnośnie kosztów banku, co jest konsekwencją szybszej fuzji. Nasze prognozy są wyższe od konsensusu o 21%- 38% na lata 2017-19.

Strategia 2017-2020 ambitna, ale możliwa

Alior Bank ogłosił strategię do 2020 roku. W strategii zakłada wzrost ROE do 14% z 8% na koniec 2016 roku. Jednocześnie bank zakłada marżę odsetkową na poziomie 4,5%, niższy koszt ryzyka na poziomie 1,7%, C/I na poziomie 39% (49% obecnie) oraz wzrost kredytów netto na poziomie 5-6 mld PLN (uwzględniając sekurytyzację, np. leasingu). Szczególnie ambitnie postrzegamy cel na NIM ze względu na presję ze strony konkurencji. Niemniej z oczekiwanym przez nas wzrostem stóp procentowych na rynku (+75 p.b. w 2018 roku oraz +25 p.b. w 2019 roku) oceniamy strategię za możliwą do zrealizowania.

Kupuj Alior i sprzedaj ING

Alior Bank notowany jest na 2018 P/E 10,8x oraz P/B 1,2x, co przekłada się na odpowiednio 19% i 7% dyskonto do polskiej średniej. Uważamy, że ze względu na wysoki ROE (12%, takie samo jak w ING), poprawiającą się sytuację kapitałową oraz finalnie brak ekspozycji na kredyty CHF bank powinien być notowany z lekką premią do średniej. Dodatkowo oczekujemy, że poprawiająca się sytuacja kapitałowa banku pozwoli mu na wypłatę dywidendy w 2020 roku.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Wynik odsetkowy	1 501,0	1 946,0	2 814,7	3 152,8	3 428,8
Wynik pozaodsetkowy	695,2	1 294,8	906,3	950,0	989,5
Koszty ogółem	1 138,1	1 618,6	1 947,8	1 653,7	1 704,6
Zysk operacyjny*	1 058,1	1 622,2	1 773,2	2 449,1	2 713,6
Zysk netto	309,6	618,3	406,2	863,2	998,7
Koszty/przychody (%)	51,8	49,9	52,3	40,3	38,6
ROE (%)	9,5	12,7	6,3	11,9	11,9
P/E (x)	16,8	11,8	22,9	10,8	9,3
P/BV (x)	1,5	1,5	1,4	1,2	1,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*przed kosztami rezerw

Cena bieżąca	71,97 PLN
Cena docelowa	90,00 PLN
Kapitalizacja	5,23 mld PLN
Free float	3,70 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	56,07 mln PLN

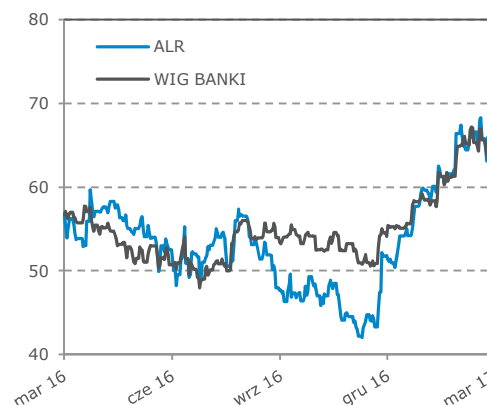
Struktura akcjonariatu

PZU SA	25,19%
PZU Życie oraz TFI PZU	4,03%
Aviva OFE	7,17%
Pozostali	63,61%

Profil spółki

Alior Bank jest najbardziej dynamicznie rozwijającym się bankiem w Polsce. W przeciągu ostatnich 3 lat suma bilansowa rosła średnio rocznie w tempie 24% (CAGR). Bank oprócz rozwoju organicznego szuka okazji we wzroście poprzez przejęcia (Meritum Bank, Bank BPH). Wysoki udział kredytów konsumenckich w portfelu (39%) 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 (195 p.b. na koniec 2016 roku). Oczekujemy, że w kolejnych latach Alior utrzyma wysokie tempo wzrostu.

Kurs akcji ALR na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Alior Bank	90,00	71,50	kupuj	akumuluj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany	
	71,97	90,00	+25,1%	
Zmiana prognoz od		2017P	2018P	2019P
WNDB		+2,16%	+3,34%	+4,68%
Zysk brutto		+69,95%	+31,21%	+26,01%
Zysk netto		+149,97%	+36,97%	+28,76%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@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 Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 16 marca 2017 o godzinie 8:36.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 16 marca 2017 o godzinie 8:36.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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.

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 Alior Bank wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-05-24	2016-04-15
kurs z dnia rekomendacji	65,42	61,95	55,40	70,40
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	46 042,23	48 285,21

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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