

30 lipca 2009

Komentarz specjalny



Banki

Polska

Marta Jeżewska
(48 22) 697 47 37
marta.jezewska@dibre.com.pl

BPH

BPHW.WA; BPH.PW

Połączenie

Obecna cena 49,0 PLN

Ogłoszone dziś zaktualizowane parametry połączenia i zrewidowana strategia grupy nie zmieniają istotnie pozycji BPH. Parametry połączenia nie zostały praktycznie zmienione w relacji do tych przedstawionych we wrześniu ubiegłego roku. Nowa strategia zakłada wolniejszy rozwój, ale taki ruch był oczekiwany w świetle zmiany otoczenia makroekonomicznego. Co więcej przedstawione dziś nowe plany również postrzegamy jako ambitne w kontekście obecnej koniunktury i perspektywy rozwoju wolumenów w sektorze bankowym. Ich realizacja daje potencjał do znacznej poprawy efektywności, skali i dochodowości banku, co postrzegamy pozytywnie. Naszym zdaniem realizacja strategii zależy przede wszystkim od poziomu wolumenów jakie zdoła pozyskać nowy bank i realizacji celów w tym zakresie. Istotnym czynnikiem są również wydatki, jednak biorąc pod uwagę doświadczenie BPH w ograniczaniu wydatków i restrukturyzacji po fuzji uważamy, że kluczowym czynnikiem pozostaną wolumeny. Grupa GE ogłosiła również wezwanie na pozostałe akcje BPH, w związku z przekroczeniem progu 66% udziałów w podmiocie. Cena wezwania to 42 PLN/akcję (0,75x BV'1Q09), o ponad 14% niższa od obecnej wyceny rynkowej. Uważamy, że odpowiedź na wezwanie będzie ograniczona.

Strategia nowego podmiotu

Wolumeny

Ogłoszone we wrześniu ub.r. cele strategiczne dla nowego podmiotu, już wtedy postrzegaliśmy jako bardzo ambitne, a po wydarzeniach na rynkach finansowych jesienią ubiegłego roku, stało się jasne, że postawione cele są nierealne. Bank przedstawił dzisiaj nowy plan strategiczny w oparciu o zrewidowane założenia makroekonomiczne. Celem banku jest uzyskanie 5. pozycji w sektorze (obecnie 9. pod względem aktywów, 6. pod względem kredytów, 13. pod względem depozytów). Chce się stać bankiem uniwersalnym, jednym z wiodących banków w segmencie MSP (bank pierwszego wyboru) oraz średniej wielkości korporacji.

Bank ma bardzo ambitne plany w zakresie pozyskiwania wolumenów w kolejnych trzech latach. Prognozowany przez CAGR'12/09 dla rynku w zakresie depozytów to 6%, podczas gdy bank chce rosnąć o 15% rocznie. W przypadku portfela kredytów planowane wzrosty są bardziej umiarkowane w relacji do oczekiwań dla rynku (9% vs. rynek 8%). Taki wzrost pozwoli zmniejszyć skalę wskaźnika kredyty/depozyty (na 2009 rok szacowany na 240% - GEMB nie posiada bazy depozytowej od klientów), jednak w dalszym ciągu pozostawi BPH jako uzależniony od finansowania hurtowego (prawdopodobnie pochodzącego w głównej mierze z grupy). W 2012 roku portfel depozytów ma wynosić 19 mld PLN, a kredytów 39 mld PLN (kredyty/depozyty prawie 2,1). W tym czasie suma bilansowa ma rosnąć średnio o 6% w ciągu roku, do poziomu 47 mld PLN na koniec 2012. W kontekście wzrostu skali działania oznacza to utrzymanie obecnej skali finansowania hurtowego (około 20 mld PLN) na podobnym poziomie.

Wzrostowi wolumenów ma towarzyszyć korekta udziałów rynkowych w poszczególnych segmentach. W obszarze detalicznym główna ofensywa zostanie położona na obszarze consumer finance (wzrost udziałów w rynku kart kredytowych do 11% z 10%, w pożyczkach gotówkowych z 6% do 8%), przy ograniczaniu udziału w rynku kredytów hipotecznych (spadek z 8% do 7% udziałów w rynku). Istotne wzrosty udziałów rynkowych w kredytach oczekiwane są w obszarze MSP (z 6% do 10%) i średnich korporacji (z 0% do 2%). Bank chce również stać się istotnym graczem na rynku produktów inwestycyjnych i skarbowych zwiększając swoją ekspozycję z 2% do 7% rynku. Udział w całym rynku depozytów oraz rachunków bieżących ma wzrosnąć z 2% do 4%. Plan rozwoju wolumenów w banku i pozycji na rynku wyraźnie wskazują na chęć powtórzenia sukcesu starego BPH.

Cele finansowe

Cele finansowe banku na 2012 roku, to ROE na poziomie przynajmniej 17%, przy ROA 2%, współczynnika wypłacalności około 10%, wskaźnika koszty/przychody poniżej 50%. Nawet w kontekście tego, że obecne założenia zostały znacznie obniżone w relacji do poprzednich, należy je traktować jako ambitne.

Przedstawiono również szacunek kluczowych pozycji rachunku wyników i pozycji bilansu na koniec 2008 roku, zakładając połączenie banku wg planowanych parametrów. Wg danych na koniec 2008 roku połączone instytucje miałyby 3,755 mld PLN kapitałów własnych, a transakcja wygeneruje goodwill na poziomie 1,165 mld PLN. Aktywa sięgają 37 mld PLN, a kredyty dla klientów 29,7 mld PLN.

Na podstawie przedstawionych szacunkowych wartości wolumenów oraz wskaźników finansowych szacujemy oczekiwany zysk netto w 2012 roku na około 900 mln PLN. Kalkulacji dokonaliśmy w oparciu o założenie, że relacja kapitałów własnych pomniejszonych o goodwill do aktywów ma sięgać 10% (bank chce utrzymywać współczynnik wypłacalności na poziomie 10% lub wyżej). Są to założenia dość konserwatywne, w kontekście możliwości uzyskania hurtowego finansowania podporządkowanego od inwestora strategicznego.

Nasze szacunki oparliśmy wychodząc z poszczególnych wskaźników docelowych dla banku i w oparciu o różną bazę w przypadku kapitałów własnych (kwestia dużego goodwill'u na bilansie banku). Z naszych szacunków wynika, że prognoza banku zakłada około 900 mln PLN zysku netto w 2012 roku, co stanowi 40 – 45% całego prognozowanego przyrostu kapitałów własnych. Zatem znacząca poprawa efektywności i dochodowości banku będzie miała miejsce w 2012 roku.

Szacunki zysku netto na podstawie założeń ze strategii

(mln PLN)	Założenia:	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	zysk'09 jako % przyrostu kapitałów
Kapitały własne		3755	5102,1	5338,3	5588,7	5854,1	
Goodwill		1165	1165	1165	1165	1165	
Aktywa	CAGR'12/08 6%	37142	39371	41733	44237	46891	
Kapitały własne/Aktywa						12,5%	
ROA	=>2%	Zysk netto 2012:				911,3	43,4%
ROE - wynik szacowany z ROA						15,9%	
ROE - wynik szacowany z ROA (kapitały pomniejszone o goodwill)						20,0%	
ROE	=> 17%	Zysk netto 2012:				972,6	46,3%
ROA w oparciu o ROE						2,1%	
ROE dla kapitały bez goodwill						21,3%	
ROE	=> 17% (kapitał bez goodwill)	Zysk netto 2012:				774,6	36,9%
ROA						1,7%	

Źródło: DI BRE Banku, BPH

W kontekście historycznego ROA dla całego sektora, plan 2% wydaje się uwzględniać dość optymistyczny scenariusz, choć przy dużej efektywności działania jakiej oczekuje banku (CIR poniżej 50%) jest to realne założenie. Historyczny wskaźnik CIR dla sektora jest na wyższym poziomie, co powoduje niższe ROA dla sektora.

Bank planuje poprawić efektywności działania poprzez podjęte działania restrukturyzacyjne. Synergie po fuzji mają dać 240 mln PLN oszczędności od 2012 roku, a szacowany jednorazowy koszt połączenia sięga 85 mln PLN (rozłożony na lata 2009 – 2010).

Plany zakładają zmiany w sieci połączonych placówek. Łącząc obecnie sieci BPH i GEMB, mamy 319 placówek własnych, 150 partnerskich, 11 centrów korporacyjnych, 18 centrów MSP, 250 mobilnych agentów dedykowanych do segmentu MSP, 2700 placówek agencyjnych i 3300 punktów sprzedaży kredytów ratalnych. Pozytywnie postrzegamy dość wyważone plany ekspansji sieci, dodatkowo realizowane przy ograniczonych nakładach inwestycyjnych. Liczba własnych oddziałów ma wzrosnąć tylko o 18, a większość starań o wzrost ekspozycji na segment detaliczny ma zostać zrealizowana przez placówki partnerskie (przyrost o 200). Bank będzie również inwestował w rozwój centrów MSP (+7), rozwijając jednocześnie sieć mobilnych sprzedawców. Restrukturyzacji ulegnie sieć consumer finance – liczba agencji ma spaść do 2300, a punktów kredytów ratalnych do 2800. Taki rozwój pozwoli uzyskać wzrost ekspozycji na dwa kluczowe dla banku segmenty: MSP i detaliczny, przy ograniczonym poziomie nakładów inwestycyjnych i kosztów stałych w przyszłości.

Techniczne uwarunkowania połączenia

GEMB i BPH ogłosiły zaktualizowany plan połączenia obu instytucji. Towarzyszyła mu prezentacja nowych wytycznych w zakresie średnioterminowych celów strategicznych. Pod względem parametrów połączenia nie nastąpiły istotne zmiany. Zmiana parytetu wymiany akcji do 1,189 akcji BPH za 1 akcją GEMB wynika tylko i wyłącznie ze zmiany liczby akcji GEMB w okresie między prezentacją obu planów połączenia. BPH wyemituje prawie 66,9 mln akcji Emisji Połączeniowej na przejęcie 55,246 mln akcji GEMB. W wyniku połączenia BPH będzie miał 100% udziałów w GEMB, który jednocześnie posiada 18,9 mln PLN Akcji Własnych. Akcje te zostaną umorzone (najprawdopodobniej w maksymalnie krótkim odstępie czasu od Emisji Połączeniowej). Ma to neutralny wpływ na strukturę akcjonariatu. W wyniku zakończenia całego procesu emisji i umorzenia Akcji Własnych powstanie podmiot o łącznej liczbie akcji sięgającej 76,7 mln. W wyniku tego podmiot, w którym zaangażowanie grupy GE, strategicznego inwestora, sięgnie 87,2%. Udział UniCredit w nowym podmiocie sięgnie 1,9% (obecnie 5,1%), a Skarbu Państwa 1,4% (obecnie 3,68%).

Dzisiaj podmioty złożyły stosowne dokumenty do KNF, w celu uzyskania wszystkich niezbędnych zgód umożliwiających przeprowadzenie połączenia (m.in. Memorandum Informacyjne). Na przełomie 3Q09 i 4Q09 planowane jest NWZA, którego celem jest podjęcie uchwał zatwierdzających proces emisji i połączenia. W 4Q09 oczekiwana jest decyzja KNF, w tym samym czasie zostanie zakończona fuzja prawna. Do końca br. na GPW notowany ma być połączony podmiot.

Dzisiaj ogłoszono wezwanie na wszystkie pozostałe akcje BPH, związane z przekroczeniem przez inwestora progu 66% udziałów w wyniku połączenia. Cena w wezwaniu sięga 42 PLN/akcję. Wezwanie potrwa od 19 sierpnia do 17 września. Cena w wezwaniu jest wyższa niż przewidziana przepisami prawa średnia ważona wolumenem z trzech miesięcy (38,73 PLN/akcję) i sześciu miesięcy (34,16 PLN/akcję). Jednocześnie wskazuje na dyskonto ponad 14% w stosunku do obecnej wyceny rynkowej (49 PLN/akcję). 42 PLN/akcję daje wycenę 0,75 skonsolidowanej wartości księgowej BPH po 1Q09. Uważamy, że na wezwanie nie odpowiedzą wszyscy inwestorzy, biorąc pod uwagę obecną wycenę rynkową. Naszym zdaniem perspektywy wynikające z realizacji przedstawionej strategii dla nowego podmiotu dają znacznie większy potencjał. Strategię postrzegamy jako ambitną w świetle oczekiwanej rozwoju całego sektora bankowego przedstawionych w naszych raportach analitycznych,



jak i przedstawionych jako założenia do strategii nowego BPH. Chęć sprzedaży akcji w wezwaniu może za to wykazać UniCredit oraz Ministerstwo Skarbu Państwa. UniCredit ciągle jest w posiadaniu 5,1% udziałów w BPH, co przy wycenie wg ceny wezwania daje pakiet o wartości prawie 62 mln PLN. Ministerstwo Skarbu Państwa ma resztówkę (3,68% udziałów), o wycenie wg ceny wezwania 44,4 mln PLN. Sprzedaż akcji w wezwaniu nie doprowadziłaby do zwiększonej podaży akcji na rynku, jednak różnica między ceną rynkową i ceną w wezwaniu może wskazywać na chęć sprzedaży akcji przez giełdę. Może to wywołać krótkoterminową presję na wycenę akcji BPH.

Grupa GE zadeklarowała wobec KNF chęć utrzymania BPH na giełdzie, a w perspektywie 2 lat zwiększenie free float do 25% z 12,9% plus ewentualne akcje z wezwania po połączeniu, o ile nie narazi to GE na nieuzasadnione straty finansowe lub będzie niemożliwe z innych przyczyn. Spółka nie zadeklarowała w jaki sposób osiągnie ten cel. Widzimy trzy różne scenariusze: (i) sprzedaż akcji na giełdzie, (ii) „zaparkowanie” akcji, (iii) rozwodnienie poprzez nową emisję akcji (w tym przypadku w grę wchodzi emisja 12,5 mln akcji). Ze względu na odległy horyzont czasowy takiego ruchu, nie ma to wpływu na bieżące notowania BPH.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**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**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**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

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.

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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondí, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.