



Banki
Polska

BZ WBK

BZW.PW; BZW.WA

Akumuluj

(Podtrzymana)

Iza Rokicka
(48 22) 697 47 37
Iza.Rokicka@dibre.com.pl

Prognoza wyników za 2Q 2013

Obecna cena: 291,5 PLN; Cena docelowa: 306 PLN

Prognozujemy, że zysk netto BZ WBK za 2Q 2013 wyniesie 398 mln PLN, czyli wzrośnie o 7% Q/Q, ale spadnie o 10% R/R na bazie naszej pro formy. Naszym zdaniem taki wynik będzie wsparciem dla naszej pozytywnej rekomendacji na walory banku (Akumuluj z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 306 PLN). Chociaż zakładamy zwyczajową dywidendę z Aviva (58 mln PLN) oraz zyski ze sprzedaży obligacji (70 mln PLN), zwracamy uwagę, że bank zaksięguje również znaczne koszty integracji (105 mln PLN), które w dużym stopniu zneutralizują sezonowe przychody. Warte podkreślenia są silne przychody podstawowe (prognozujemy 2% wzrost Q/Q wyniku odsetkowego i 3% poprawę Q/Q wyniku prowizyjnego) oraz mocna kontrola kosztów skorygowanych o koszty integracji (zakładamy spadek o 3% Q/Q).

Oczekujemy 398 mln PLN zysku netto, nawet pomimo znacznych kosztów integracji

Prognozujemy, że zysk netto za 2Q 2013 wyniesie 398 mln PLN, czyli o 7% więcej Q/Q, ale o 10% poniżej naszego wyniku pro forma dla połączonego banku. Przypominamy, że w 2Q bank zwyczajowo księguje dywidendy ze spółek grupy Aviva. Bez dywidendy wynik netto byłby ok. 9% niższy Q/Q (340 mln PLN), co jest związane ze znacznie wyższymi kosztami integracji Q/Q. W 1Q'13 bank poniósł 26 mln PLN kosztów integracji z Kredyt Bankiem, podczas gdy w 2Q'13 zakładamy 105 mln PLN w związku z wyższymi kosztami marketingu i usług doradczych. Korygując dalej kwartalny zysk netto, wyniósłby on 424 mln PLN i byłby wyższy o 8% Q/Q.

Naszym zdaniem, wynik netto za pierwsze półrocze wyniesie 772 mln PLN (-5% R/R na bazie naszej pro formy) i zrealizuje naszą prognozę całoroczną (1 301 mln PLN) na wysokim poziomie 59%.

Oczekujemy silnych przychodów, nawet po pominięciu sezonowej dywidendy

Oczekujemy, że wynik odsetkowy będzie silny na tle konkurencji i nawet pomimo spadających rynkowych stóp procentowych wzrośnie o 2% Q/Q do 765 mln PLN. W konsekwencji, marża odsetkowa poprawi się o 4 p.b. Q/Q do 3,09%. Uważamy, że BZ WBK będzie nadal korzystał z efektu związanego z odnawianiem depozytów dawnego Kredyt Banku po wyraźnie lepszej marży. Naszym zdaniem ten efekt będzie na tyle wyraźny, że przewyższy rynkową presję związaną z obniżkami stóp. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się nawet jeszcze wyższej dynamiki Q/Q: +3% do 440 mln PLN. Uważamy, że poprawa będzie wynikać z wyższych przychodów związanych z funduszami inwestycyjnymi, kredytami oraz obszarem e-płatności. W końcu, wynik handlowy również będzie mocny i wzrośnie do 200 mln PLN (+39% Q/Q oraz +1% R/R na bazie naszej pro formy). Po pierwsze, zostanie on zwyczajowo wsparty dywidendami głównie ze spółek grupy Aviva (58 mln PLN, + 5% R/R). Ponadto, podobnie jak to miało miejsce w 1Q'13, spodziewamy się przychodów z tytułu sprzedaży portfela obligacji. Zakładamy 70 mln PLN względem 89 mln PLN odnotowanych kwartał wcześniej.

Podsumowując, spodziewamy się silnych przychodów, szczególnie na tle wyników sektora. Zakładamy, że przychody ogółem BZ WBK wzrosną o 6% Q/Q do 1 414 mln PLN.

Koszty operacyjne pod znakiem znacznych kosztów integracji

Prognozujemy, że koszty operacyjne wyniosą 723 mln PLN. Oznacza to znaczący 9% wzrost Q/Q. Wynika on z wyraźnie wyższych kosztów integracji. Zakładamy 105 mln PLN względem tylko 26 mln PLN w 1Q'13. Zwracamy uwagę, że nasza prognoza kosztów skorygowanych o jednorazowe wydatki integracji z Kredyt Bankiem kształtuje się na poziomie 618 mln PLN, co oznacza spadek o 3% Q/Q.

Zakładamy koszt ryzyka nieznacznie poniżej całorocznej prognozy

Oczekujemy, że koszt ryzyka wyniesie 115 p.b. (płasko Q/Q), co przekłada się na poziom odpisów w wysokości 197 mln PLN. Założenie to jest nieznacznie poniżej naszej prognozy całorocznej (120 p.b.) oraz wskazań Spółki na rok 2013 (120-130 p.b.). Uważamy, że Spółka rozwiąże część rezerw po tym jak sprzedała do Kruka ok. 402 mln PLN należności z utratą wartości.

Podsumowanie prognozy wyników za 2Q 2013

(mln PLN)	2Q'13P	2Q'12**	zmiana R/R	1Q'13	zmiana Q/Q	2013P	2012**	zmiana R/R
Wynik odsetkowy	765	750	2%	753	2%	2 934	3 061	-4%
Marża odsetkowa na aktywach ogółem	3,09%	3,00%		3,05%	1%	3,53%	3,02%	
Wynik prowizyjny	440	430	2%	429	3%	1 790	1 726	4%
WNDB	1 405	1 377	2%	1 326	6%	5 204	5 551	-6%
Koszty operacyjne	-723	-699	3%	-664	9%	-2 774	-2 750	1%
Wynik operacyjny*	691	727	-5%	672	3%	2 466	2 896	-15%
Saldo rezerw	-197	-146	35%	-196	1%	-819	-1 238	-34%
Zysk brutto	498	584	-15%	476	5%	1 667	1 679	-1%
Zysk netto	398	443	-10%	374	7%	1 301	1 277	2%

Źródło: DI BRE Banku, BZ WBK, Kredyt Bank; * przed kosztami rezerw; ** pro forma dla połączonego banku



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

Departament Analiz:

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 dzieleny 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 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. 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal Siedlce, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Tarczyński.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.