

wtorek, 3 lutego 2015 | komentarz specjalny

BZ WBK – Znacząca presja na marżę w 4Q'14

Rekomendacja: redukuj | cena docelowa: 310,36 PLN | cena bieżąca: 345,75 PLN

BZW PW; BZW.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Bank BZ WBK zaraportował zysk netto za 4Q 2014 w wysokości 445,2 mln PLN, -13,7% Q/Q oraz -31,7% R/R, powyżej średnich oczekiwań rynkowych (430 mln PLN, +3,5%), ale zgodnie z naszymi oczekiwaniami (451,2 mln PLN). Lepsze od oczekiwań wyniki to efekt wysokiego zysku z działalności handlowej wsparty przez sprzedaż obligacji skarbowych (+164,2 mln PLN). Jednocześnie zwracamy uwagę na gorsze od oczekiwań wyniki z działalności podstawowej oraz znacząco wyższe od oczekiwań saldo rezerw. Uważamy, iż ze względu na rozczarowującą kompozycję wyników za 4Q'14 reakcja rynku powinna być negatywna. Dodatkowo, znaczący spadek marży odsetkowej w 4Q'14 wskazuje na wysoką wrażliwość banku na cięcia stóp procentowych, których dalej oczekujemy w 1Q'15. Podtrzymujemy naszą rekomendację redukuj dla walorów BZ WBK z ceną docelową na poziomie 310,36 PLN/akcję.

Bardzo wysoka presja na marżę

Wynik odsetkowy spadł o 7,1% Q/Q do poziomu 1 071 mln PLN, lekko poniżej oczekiwań rynkowych. Według BZ WBK, negatywny wpływ na marżę odsetkową w 4Q'14 miała obniżka stóp procentowych w październiku, ale także intensywna kampania depozytowa w 4Q'14. Szacujemy, iż marża odsetkowa spadła w 4Q'14 o 43 p.b. do poziomu 3,23%, co może być najwyższym spadkiem pośród analizowanych przez nas polskich banków.

Lekka poprawa wskaźnika kredytów do depozytów

Kredyty brutto wzrosły o 0,7% Q/Q dzięki kredytom detalicznym. Wzrost kredytów był przede wszystkim widoczny w kredytach konsumpcyjnych (+2,5% Q/Q) przy lekkim wzroście kredytów hipotecznych (+0,7% Q/Q). Równocześnie, saldo depozytów wzrosło o 2,1% Q/Q dzięki depozytom korporacyjnym (+3,1% Q/Q). Depozyty detaliczne wzrosły o 1,5% Q/Q. Struktura depozytów zmieniła się na korzyść depozytów bieżących, których udział wzrósł z 42,3% w 3Q'14 do 45,3% w 4Q'14. Wskaźnik kredytów do depozytów spadł do poziomu 90,4% z 91,3% w 3Q'14.

BZ WBK: Wyniki vs. konsensus

(mln PLN)	4Q'14	konsensus	różnica
Wynik odsetkowy	1 071,0	1 079,6	-0,8%
Wynik prowizyjny	471,9	474,5	-0,5%
WNDB	1 844,0	1 748,3	5,5%
Koszty operacyjne	-833,8	-848,8	-1,8%
Saldo rezerw	-284,6	-257,8	10,4%
Zysk netto	445,2	430,0	3,5%

Źródło: BZ WBK, PAP, Dom Maklerski mBanku

Presja na wynik prowizyjny

Wynik prowizyjny wyniósł 471,9 mln PLN (-2,2% Q/Q) lekko poniżej oczekiwań rynkowych. Bank odnotował znaczący spadek prowizji w kwartale z tytułu eBusiness & payments (-9,4% Q/Q; -10 mln PLN Q/Q) ze względu na niższe opłaty interchange, z tytułu bancassurance (-14,0% Q/Q) oraz z tytułu kredytów (-28,3% Q/Q; -17 mln PLN Q/Q). Jednocześnie w 4Q'14 bank odnotował wzrost prowizji z tytułu rachunków bankowych (+12,2% Q/Q).

Znaczący wzrost salda rezerw

Saldo rezerw wzrosło o 31,7% Q/Q do poziomu 284,6 mln PLN, znacząco powyżej średnich oczekiwań rynkowych (257,8 mln PLN). W 4Q'14 negatywny wpływ na saldo rezerw miał SCB, gdzie szacujemy wzrost salda rezerw z poziomu około 28 mln PLN w 3Q'14 do około 50 mln PLN w 4Q'14. Wskaźnik niepracujących kredytów wzrósł z poziomu 8,0% w 3Q'14 do 8,4%. Bank w 4Q'14 sprzedał portfel niepracujących kredytów w wysokości 516,3 mln PLN.

Koszty lepiej od oczekiwań

Koszty operacyjne wzrosły o 6,9% Q/Q do poziomu 833,8 mln PLN, poniżej oczekiwań rynkowych (848,8 mln PLN). Koszty integracji wyniosły w 4Q'14 38,1 mln PLN wobec 19,9 mln PLN w 3Q'14. Całkowity wpływ kosztów integracji oraz jednorazowych kosztów w 4Q'14 wyniósł 66,7 mln PLN wobec 28,6 mln PLN w 3Q'14.

Dane telekonferencji:

Data: 3 lutego 2015

Godzina: 12:30 (CET)

Adres www: <http://www.bzwbk.pl/investor-relations/bz-wbk-investor-relations.html>

Telefon: +48 22 100 14 91

PIN: 9514

BZ WBK: Podsumowanie wyników

(mln PLN)	4Q'13	3Q'14	4Q'14	R/R	zmiana (%)
					Q/Q
Wynik odsetkowy	861,8	1 152,8	1 071,0	24,3	-7,1
Wynik prowizyjny	458,5	482,7	471,9	2,9	-2,2
Wynik handlowy	478,8	70,4	217,9	-54,5	209,4
Pozostałe przychody	16,3	46,5	83,1	408,7	78,6
Przychody pozaodsetkowe	953,6	599,7	773,0	-18,9	28,9
WNDB	1 815,5	1 752,5	1 844,0	1,6	5,2
Koszty operacyjne	-791,8	-779,6	-833,8	5,3	6,9
Pozostałe koszty	-16,4	-25,3	-23,7	43,8	-6,4
Całkowite koszty	-808,2	-804,9	-857,4	6,1	6,5
Wynik operacyjny	1 007,3	947,6	986,5	-2,1	4,1
Saldo rezerw	177,2	216,0	284,6	60,6	31,7
Zysk brutto	830,0	731,6	701,9	-15,4	-4,1
Podatek dochodowy	-171,0	-156,4	-206,0	20,5	31,7
Udział w zyskach jednostek zależnych	2,7	0,9	0,3	-86,9	-63,1
Zyski udziałowców mniejszościowych	-9,9	-60,2	-51,0	417,4	-15,3
Zysk netto	651,8	515,9	445,2	-31,7	-13,7

Źródło: BZ WBK, Dom Maklerski mBanku

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 Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Miesko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Miesko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclon Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Miesko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Polwax. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (dawniej 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. 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 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 branżą; 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.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

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

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

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl