

czwartek, 30 lipca 2015 | komentarz specjalny

BZ WBK – 2Q'15 lekko powyżej oczekiwań rynkowych

Rekomendacja: redukuj | cena docelowa: 310,36 PLN | cena bieżąca: 302,00 PLN

BZW PW; BZW.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Bank BZ WBK zaraportował zysk netto za 2Q 2015 w wysokości 541,6 mln PLN, -47,7% Q/Q ale +7,5% R/R, lekko powyżej średnich oczekiwań rynkowych (512,4 mln PLN, +5,7%) ale zgodnie z naszą prognozą (528,3 mln PLN). Lepsze od oczekiwań wyniki to funkcja niższego salda rezerw oraz wyższego wyniku prowizyjnego. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż spółka otrzymała cykliczną dywidendę w 2Q'15 w wysokości 90 mln PLN, powyżej naszych oczekiwań, oraz iż od 2Q'15 nastąpiła dekonsolidacja biznesu ubezpieczeniowego Aviva. Wyniki za 1H'15 stanowią 66,0% całorocznego konsensusu (źródło: Bloomberg). Niemniej jednak uważamy, iż ze względu na znaczące zdarzenia jednorazowe w 1H'15 konsensus ma jedynie nieznaczny potencjał do wzrostu. Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki zaś sam sentyment pozostanie pod silnym wpływem zdarzeń politycznych.

Spadek marży odsetkowej niższy od oczekiwań

Wynik odsetkowy spadł o 1,7% Q/Q do poziomu 1 032,5 mln PLN, lekko powyżej oczekiwań rynkowych zakładających spadek o 2,5% Q/Q. Jednocześnie, po spadku marży odsetkowej o 8 p.b. w 1Q'15, marża odsetkowa (do średnich aktywów) spadła o 4 p.b. Q/Q do poziomu 3,12% w 2Q'15. Wynik odsetkowy w kwartale był wspierany przez dalszy spadek kosztów odsetkowych na poziomie -13,0% Q/Q.

Coraz wyższy wskaźnik kredytów do depozytów

Kredyty brutto wzrosły o 2,3% Q/Q, ze względu na wyższe wolumeny po stronie korporacyjnej (+2,2% Q/Q) jak i detalicznej (+2,4% Q/Q). Wzrost kredytów detalicznych zauważalny był zarówno po stronie kredytów hipotecznych (+2,7% Q/Q) jak i po stronie kredytów konsumenckich

(+1,8% Q/Q). Przy jednoczesnym wzroście depozytów o 1,4% Q/Q w 2Q'15, wskaźnik kredytów do depozytów uległ pogorszeniu z poziomu 95,2% w 1Q'15 do 96,1% w 2Q'15.

Wynik prowizyjny wyższy od oczekiwań

Wynik prowizyjny wyniósł 502,0 mln PLN, +9,3% Q/Q, powyżej oczekiwań rynkowych. Bank odnotował znaczący wzrost prowizji w kwartale z tytułu kredytów (+22,0% Q/Q), z tytułu ubezpieczeń (+18,8% Q/Q) oraz eBusiness (+9,3% Q/Q).

Spadek salda rezerw

Saldo rezerw spadło o 14,8% Q/Q do poziomu 162,5 mln PLN, poniżej oczekiwań rynkowych (181,5 mln PLN, -10,5%). Koszt ryzyka (do średnich kredytów brutto) spadł do 65 p.b. w 2Q'15 z 78 p.b. w 1Q'15. Wskaźnik niepracujących kredytów uległ poprawie z poziomu 8,3% w 1Q'15 do 8,1% w 2Q'15.

Koszty pod kontrolą

Koszty operacyjne pozostały na niezmiennym poziomie w 2Q'15, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Koszty integracji wyniosły w 2Q'15 65 mln PLN w 2Q'15. Koszty pracownicze w 2Q'15 spadły o 2,0% Q/Q zaś pozostałe koszty administracyjne o 3,7% Q/Q.

Dane telekonferencji:

Godzina: 12:00 (CET)

Nr. Telefonu (pl): +48 22 100 14 91 -- Pin: 9514

Nr. Telefonu (ang): +48 22 100 14 92 - Pin: 7536

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

BZ WBK: Podsumowanie wyników

	2Q'14	1Q'15	2Q'15	Zmiana (%)	
				R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	905,3	1 050,2	1 032,5	14,1	-1,7
Wynik prowizyjny	451,2	459,2	502,0	11,3	9,3
Wynik handlowy	96,7	791,2	178,6	84,6	-77,4
Pozostałe przychody	87,0	72,9	34,8	-60,0	-52,3
Przychody pozaodsetkowe	634,9	1 323,2	715,3	12,7	-45,9
WNDB	1 540,1	2 373,4	1 747,8	13,5	-26,4
Koszty operacyjne	-715,6	-808,4	-809,3	13,1	0,1
Pozostałe koszty	-16,7	-20,7	-31,1	86,3	50,0
Całkowite koszty	-732,3	-829,1	-840,4	14,8	1,4
Wynik operacyjny	807,9	1 544,3	907,4	12,3	-41,2
Saldo rezerw	173,9	190,7	162,5	-6,6	-14,8
Udział w zyskach jednostek zależnych	0,2	0,7	4,7	2376,7	587,4
Zysk brutto	634,2	1 354,3	749,6	18,2	-44,6
Podatek dochodowy	-119,6	-263,6	-139,9	17,0	-46,9
Akcjonariusze niekontrolujący	-10,5	-54,9	-68,0	547,1	23,8
Zysk netto	504,1	1 035,8	541,6	7,5	-47,7

Źródło: BZ WBK, Dom Maklerski mBanku

BZ WBK: Wyniki vs. konsensus

(mln PLN)	2Q'15	Konsensus	Różnica	mDM	Różnica
Wynik odsetkowy	1 032,5	1 024,4	0,8%	1 024,0	0,8%
Wynik prowizyjny	502,0	481,4	4,3%	473,0	6,1%
WNDB	1 747,8	1 688,0	3,5%	1 731,7	0,9%
Koszty operacyjne	-809,3	-811,8	-0,3%	-816,5	-0,9%
Saldo rezerw	-162,5	-181,5	-10,5%	-183,1	-11,2%
Zysk netto	541,6	512,4	5,7%	528,3	2,5%

Źródło: BZ WBK, PAP, mDom Maklerski

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, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, 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, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, 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, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Groclin, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Interagroclim Auto, Ipopema, Kęty, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Vistal, Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Indata Software, 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 abonentową z Orange Polska 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 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.

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

Departament analiz:

Kamil Kliszczyński
dyrektor
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 Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@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