

wtorek, 12 grudnia 2017 | komentarz specjalny

BZ WBK – BZ WBK bliski przejęcia DB Polska

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 377,87 PLN | cena bieżąca: 365,00 PLN

BZW PW; BZW.WA | Banki, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Według nieoficjalnych informacji serwisu Money.pl Deutsche Bank w Polsce zostanie sprzedany do Santander. Nowo przejęte aktywa mają zostać połączone z BZ WBK, ale bez części korporacyjnej oraz inwestycyjnej. Ponadto, Santander przejmie aktywa bez hipotecznych kredytów walutowych. Oczekujemy, że transakcja dojdzie do skutku szczególnie, że BZ WBK, według naszych wyliczeń, został pozbawiony możliwości wypłaty dywidendy z 2017 roku. Uważamy, że potencjalnie wiadomość jest pozytywna. Szacujemy, że po osiągnięciu synergii kosztowych przejęta część DB może wesprzeć wynik netto o około 8%-13%, jednocześnie rozważniając udział hipotek FX do 10,8%, co znacznie przybliży bank do wypłaty dywidendy. Poniżej przedstawiamy analizę ewentualnej transakcji.

Aktywa DB Polska

Na koniec 2016 roku (ostatnie dostępne dane) suma bilansowa DB Polska wynosiła 39,7 mld PLN, kredyty netto 30,5 mld PLN a depozyty 17,8 mld PLN, co wskazuje na finansowanie hurtowe DB Polska. Uważamy, że przejmowany bilans będzie się znacząco różnił z powodu wyłączenia portfela korporacyjnego oraz walutowych kredytów hipotecznych. Oczekujemy, że BZ WBK przejmie około 22,5 mld PLN aktywów z czego 15,6 mld PLN kredytów netto oraz 11,9 mld PLN depozytów. **Oznacza to, że po przejęciu suma bilansowa BZ WBK (bazując na 9M'17) wzrośnie o około 15% do poziomu 173 mld PLN, kredyty netto i depozyty do odpowiednio 122 i 123 mld PLN. Wskaźnik kredytów do depozytów wyniesie 99%.**

DB Polska: Bilans

(mln PLN)	2016	Wydzielona część*
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 053	1 053
Należności od sektora finansowego	852	852
Kredyty i pożyczki	30 512	15 593
Dłużne papiery wartościowe	6 938	4 713
Aktywa trwałe oraz wartości niematerialne	141	141
Inne aktywa	192	192
Aktywa ogółem	39 688	22 544
Zobowiązania wobec sektora finansowego	15 622	6 864
Depozyty	17 798	11 887
Wyemitowane papiery wartościowe	90	90
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 584	1 584
Inne zobowiązania	384	384
Kapitały własne	4 211	1 735
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0
Pasywa ogółem	39 688	22 544

Źródło: DB Polska, Dom Maklerski mBanku, *szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Kredyty

Oczekujemy, że BZ WBK przejmie 13,0 mld PLN kredytów hipotecznych (brutto) oraz 3,8 mld PLN pozostałych detalicznych. Szacujemy, że na koniec 2016 roku DB Polska posiadało około 9,9 mld PLN walutowych kredytów hipotecznych (z czego 5,1 mld PLN w CHF) oraz 5,9 mld PLN korporacyjnych. Po ewentualnej fuzji portfel kredytów hipotecznych BZ WBK powinien wzrosnąć do 50,5 mld PLN, zaś pozostałych kredytów detalicznych do 23,7 mld PLN. **Oczekujemy, że udział kredytów hipotecznych w walutach obcych w całym portfelu BZ WBK spadnie z obecnych 12,5% do 10,8% co znacznie przybliży bank do wypłaty dywidendy.**

DB Polska: Portfel kredytowy

(mln PLN)	DB Polska 2016	DB Polska pro-forma	BZ WBK 9M'17	Razem
Detaliczne	26 146	16 799	57 517	74 316
Hipoteczne	22 332	12 985	37 463	50 448
PLN	12 985	12 985	23 477	36 462
FX	9 347	0	13 907	13 907
Konsumenckie	3 814	3 814	20 054	23 868
Korporacyjne	5 911	0	53 860	53 860
Razem	32 057	16 799	111 376	128 175
udział FX hipotek	29,2%	0,0%	12,5%	10,8%

Źródło: DB Polska, *szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Rentowność DB Polska

W 2016 roku bank DB Polska osiągnął zysk netto w wysokości 92,1 mln PLN, co przekłada się na ROE na poziomie 2,2% i ROA na poziomie 0,2%. Wyniki w 2016 roku zostały wsparte przez sprzedaż portfela NPL, który kontrybuował do wyniku brutto 31,4 mln PLN. Jednocześnie według raportu rocznego, działalność korporacyjna i inwestycyjne osiągnęła zysk netto na poziomie 67 mln PLN. Oznacza to, że przy założeniu sprzedaży portfela detalicznych wierzytelności powtarzalna rentowność segmentu detalicznego była bliska zeru. W porównaniu do BZ WBK, DB Polska charakteryzuje znaczną niższą rentowność aktywów pracujących na poziomie 2,45% wobec 4,72% w BZ WBK. Niemniej jednak **uważamy, że rentowność aktywów pracujących ma niską szansę na poprawę ze względu na strukturę przejmowanego portfela (głównie hipoteki). Szansą dla BZ WBK będzie cross-sell produktów do nowej bazy klientów.**

DB Polska: Wskaźniki

(%)	DB PL 2016	BZ WBK 2018P
Przychody odsetki/średnie aktywa pracujące	2,45	4,72
Koszty odsetkowe / średnie pasywa pracujące	0,72	1,17
NIM	1,80	3,60
Koszt ryzyka	0,54	0,60
C/I	64,2	40,7
ROE	2,2%	10,9%

Źródło: DB Polska, Dom Maklerski mBanku

DB Polska: RZiS

(mln PLN)	2015	2016
Przychody odsetkowe	938,9	944,3
Koszty odsetkowe	222,6	245,3
Wynik odsetkowy netto	716,3	699,0
Wynik prowizyjny	280,1	275,1
Wynik handlowy	131,7	160,7
Pozostałe przychody	9,0	13,4
Przychody pozaodsetkowe	420,8	449,2
Wynik na działalność bankowej	1137,1	1148,2
Wynagrodzenia	302,0	277,9
Pozostałe koszty G&A	458,0	415,2
Amortyzacja	31,5	33,6
Pozostałe koszty operacyjne	17,9	10,7
Koszty ogółem	809,4	737,4
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	327,8	410,8
Saldo rezerw	124,3	167,2
Wynik brutto	203,5	243,5
Podatek dochodowy	45,5	53,5
Zysk netto	158,0	190,1
Podatek bankowy	0,0	98,0
Zysk netto po podatku bankowym	158,0	92,1

Źródło: DB Polska, Dom Maklerski mBanku

Wycena DB Polska

Oczekujemy, że w 2019 roku DB Polska będzie musiał utrzymywać minimalny wskaźnik Tier 1 na poziomie 12,80% (zakładamy, że bufor CHF z 2016 roku na poziomie 1,30% nie zmienia się), a TCR na poziomie 15,23%. Na tej podstawie szacujemy, że część obecnego kapitału DB Polska będzie musiała zostać wydzielona dla utrzymania wskaźników dla części korporacyjnej oraz walutowych hipotek. Z naszej analizy wynika, że FV wydzielonej części polskiego biznesu (bez hipotek FX) wynosi około 2,4 mld PLN, zaś bez hipotek FX oraz korporacji około 1,7 mld PLN. Jednocześnie uważamy, że cena za aktywa DB Polska może być zbliżona do ceny za BPH (tangible P/BV 0,93x) ze względu na bardzo niską rentowność biznesu (2016 ROE = 2,2%). **Finalna wycena DB Polska powinna kształtować się w przedziale 2,2 mld PLN (bez hipotek FX) do 1,56 mld**

PLN (bez hipotek FX oraz korporacji). Jednocześnie szacujemy obecnie wysokość nadwyżki kapitałowej Tier1 BZ WBK (do wymogów kapitałowych na 2018 rok, ale bez zaliczenia zysku netto z 2017 rok) na 2,4 mld PLN.

Synergie kosztowe i koszty integracji

Oceniamy synergie kosztowe w przedziale 203 mln PLN – 323 mln PLN. Niższy poziom przedziału został wyznaczony przez średnie synergie kosztowe jakie zostały osiągnięte przy fuzji BZ WBK i Kredyt Banku, PKO BP i Nordeji oraz Alior Banku i Banku BPH. Wyższy przedział synergii kosztowych został wyliczony poprzez prawdopodobną redukcję zatrudnienia (na przykładzie BPH) oraz wyzerowanie kosztów najmu (założenie zamknięcia wszystkich oddziałów), kosztów IT oraz kosztów marketingu. Jednocześnie bazując na przykładzie ww. fuzji **szacujemy, że koszty integracji mogą wynieść około 181 mln PLN.**

Synergie kosztowe oraz koszty integracji*

	Koszty integracyjne	Synergie kosztowe
BZ WBK + Kredyt Bank	-1,15%	0,83%
PKO BP + Nordea	-0,65%	0,70%
Alior Bank + BPH	-0,61%	1,18%
Średnia	-0,80%	0,90%
BZ WBK + Kredyt Bank (mln PLN)	-181 422	203 548

Źródło: Dom Maklerski mBanku *jako % aktywów

Potencjalna redukcja kosztów w DB Polska

(tys. PLN)	
Liczba pracowników*	-46%
Koszty wynagrodzeń	127 452
Koszty najmu	82 296
Koszty IT	100 029
Koszty marketingu	13 684
Synergie	323 461

Źródło: Dom Maklerski mBanku *bazując na fuzji Alior—BPH

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**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 obsługującego 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.

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.

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.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Ochrony Środowiska, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, Lotos, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange, Polimex-Mostostal, Polski Bank Komórek Macierzystych, PKN Orlen, PGNiG, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zakłady Automatyki „Polna”, Zastal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Famur, LC Corp, GetBack.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank 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 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 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.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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