



19 lutego 2013

Aktualizacja raportu



Banki
Polska

Cena bieżąca	274,9 PLN
Cena docelowa	300,0 PLN
Kapitalizacja	25,7 mld PLN
Free float	1,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,54 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Santander	75,19%
KBC	16,17%
EBOiR	1,67%
Pozostali	6,97%

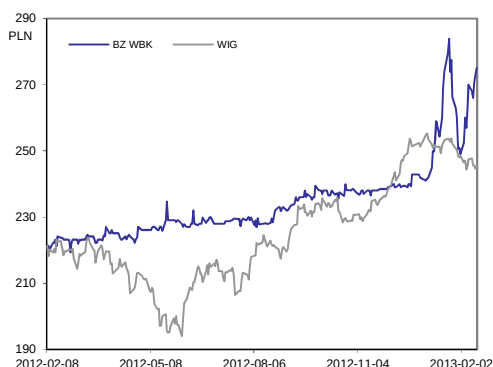
Profil spółki

Po połączeniu z Kredyt Bankiem (sfinalizowane 4 stycznia 2013), BZ WBK jest trzecim największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym ok. 8%. Portfel kredytowy połączonego banku będzie miał charakter uniwersalny z lekkim przeważeniem w stronę segmentu korporacyjnego, a baza depozytowa będzie się głównie składać z oszczędności detalicznych. BZ WBK jest rozsądnie skapitalizowany (współczynnik wypłacalności na poziomie ok. 14%, a Tier-1 na poziomie ok. 11%) z relatywnie płynnym bilansem (kredyty/depozyty na poziomie 88%). Celem strategicznego inwestora, Santander, jest głównie wygenerowanie wartości dodanej dla akcjonariuszy poprzez poprawienie efektywności banku i obniżenie wskaźnika koszty/dochodów znacząco poniżej obecnego poziomu ok. 50%.

Ważne daty

07.03.2013 - publikacja raportu za 2012
25.04.2013 - publikacja raportu za 1Q 2013
30.07.2013 - publikacja raportu za 1H 2013

Kurs akcji BZ WBK na tle WIG



Iza Rokicka

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

BZ WBK

BZW PW; BZWB.WA

Akumuluj

(Podtrzymana)

Turbodopalacz w zyskach widoczny od 2014

Podnosimy do 744 mln PLN (do poziomu szacowanego przez Zarząd) założenia odnośnie łącznych synergii netto wynikających z połączenia z Kredyt Bankiem, rewidujemy w górę o 13-14% prognozowaną rentowość aktywów BZ WBK (przed połączeniem) oraz uwzględniamy koszty integracji. W konsekwencji, podnosimy nasze prognozy zysku netto dla połączonego banku (o 6% do 1 829 mln PLN na 2014 oraz o 9% do 2 222 mln PLN na 2015) i naszą 9-miesięczną cenę docelową o 11% do 300 PLN. Ponieważ potencjał wzrostu kursu akcji wynosi 9%, **podtrzymujemy rekomendację Akumuluj**. Chociaż nadal uważamy, że rok 2013 będzie wymagający (z powodu (1) spowolnienia gospodarczego widocznego szczególnie w pierwszej połowie roku, (2) kosztów integracji wyraźnie obniżających wynik netto oraz (3) planowanej podaży akcji w wysokości przynajmniej 16,3% kapitału), naszym zdaniem perspektywa poprawy zyskowności w kolejnych latach jest wystarczająco atrakcyjna, aby zalecać inwestycję w walory Spółki już na obecnym etapie. Naszym zdaniem, w latach 2014-2015 wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym, zyski banków wzrosną o 13-14% R/R. W BZ WBK natomiast, dynamika ta będzie znacząco wyższa i będzie wynosiła odpowiednio 31% w 2014 i 21% w 2015, dzięki materializacji oczekiwanych synergii i wyraźnemu zmniejszeniu się kosztów integracji.

Oczekiwane synergie zrewidowane w górę w sumie o 19% za lata 2013-15

W trakcie Dnia Inwestora Zarząd BZ WBK zrewidował w górę oczekiwane synergie wynikające z połączenia z Kredyt Bankiem. W sumie w latach 2013-2015 synergie przychodowe wyniosą 195 mln PLN (+6% względem poprzedniej prognozy), a kosztowe 735 mln PLN (+22%). W tym samym okresie koszty integracji wyniosą ok. 496 mln PLN, co oznacza że w wyniku połączenia w okresie trzech lat zostanie wygenerowana wartość dodana w wysokości ok. 352 mln PLN, 1,4% obecnej kapitalizacji banku. Chociaż zdajemy sobie sprawę, że rynek może wyceniać wyżej synergie przychodowe niż kosztowe, zwracamy uwagę, że te drugie są bardziej przewidywalne oraz w większym stopniu w zasięgu kontroli Zarządu banku.

Znacząca premia na 2013 P/E, znika poczynając od 2014

Chociaż na naszej prognozie zysku netto na 2013, BZ WBK wydaje się być wyceniany na wymagającym poziomie wskaźnika P/E - 18,4x, 20% powyżej średniej dla sektora, zwracamy uwagę, że wynika to z rozpoznania jednorazowych kosztów integracji. Premia ta znika, przy porównywaniu wskaźników za rok 2014 (14,1x) oraz zamienia się w dyskonto przy wskaźniku za rok 2015 (11,6x).

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Wynik odsetkowy	3 219	3 089	3 055	3 297	3 479
WNDB	5 319	5 580	5 474	5 722	6 043
Zysk operacyjny*	2 524	2 925	2 580	3 044	3 537
Zysk netto	1 512	1 770	1 399	1 829	2 222
Marża odsetkowa (%)	3,25	3,05	2,99	3,14	3,19
Koszty / Przychody (%)	53,2	48,5	53,3	47,3	42,0
ROE (%)	15,2	15,5	10,5	12,3	13,8
EPS (PLN)	16,16	18,92	14,96	19,55	23,75
BVPS (PLN)	111,40	132,86	152,45	164,52	178,49
DPS (PLN)**	8,00	7,66	7,48	9,78	11,87
P/E (x)	17,0	14,5	18,4	14,1	11,6
P/BV (x)	2,47	2,07	1,80	1,67	1,54
Stopa dywidendy (%)**	2,9	2,8	2,7	3,6	4,3

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym
Powyższe dane dla połączonego banku na bazie konsolidacji pro forma za lata 2011-2015

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

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
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.lemicka@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 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 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 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BZ WBK

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2012-09-13	2012-12-10
kurs z dnia rekomendacji	235,00	239,00
WIG w dniu rekomendacji	42982,12	45538,45