

poniedziałek, 17 października 2016 | komentarz specjalny

PZU, Pekao, Alior Bank – PZU negocjuje przejęcie Pekao

PZU PW; PEO PW; ALR PW | Sektor finansowy, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Według oficjalnej informacji, Zarząd PZU rozpoczął negocjacje zmierzające do zawarcia transakcji nabycia znacznego pakietu akcji Banku Pekao S.A. przez PZU S.A. działające w konsorcjum z Polskim Funduszem Rozwoju S.A. od Grupy UniCredit. Według WSJ, PZU wraz z PFR jest skłonne zapłacić 2,8 mld USD (11 mld PLN lub 139,5 PLN na akcję) za pakiet około 30% akcji Banku Pekao. Według Rzeczypospolitej, PZU wraz z PFR negocjują zakup 33% udziałów z czego 20% udział w Banku Pekao obejmie PZU, a pozostałe 13% PFR (wycena na akcję 126,9 PLN). Uważamy, że transakcja jest pozytywna dla wyników oraz dywidendy oferowanej przez PZU. Jednocześnie uważamy, że nawis akcji ze strony UniCredit oraz niepewność, co do przyszłości rozwoju Pekao negatywnie powinny oddziaływać na sentyment do kursu banku. Akwizycja Banku Pekao przez PZU może być potencjalnie pozytywną informacją dla Alior Banku, który z kolei może zrezygnować z przejęcia Raiffeisen Polbanku.

PZU

Oczekujemy, że PZU kupi 23% pakiet akcji Pekao

Według The Wall Street Journal (WSJ) pakiet około 30% akcji ma kosztować 11 mld PLN. Przy założeniu, że PZU z PFR kupują 30% akcji premią do obecnej ceny rynkowej wynosi 16%, a przy założeniu, że kupują 33% premią wynosi 5,6%. Uważamy, że PZU będzie dążyć do udziału w Pekao na poziomie 23% co pozwoli im w pełni konsolidować bank (na koniec czerwca 2016 r. udział PZU OFE w Pekao wyniósł 2%). Jednocześnie uważamy, że wbrew spekulacjom prasowym, PFR będzie wymagał od PZU zakupu możliwie jak największego udziału w banku ze względu na ograniczenia budżetowe funduszu. Z naszej analizy wynika, że przy cenie 126,9 PLN na akcję PZU jest w stanie sfinansować pakiet 23% akcji Banku Pekao. Kupując udział w Banku Pekao PZU musi mieć na uwadze bardzo prawdopodobną emisję akcji w Alior Banku, który będzie musiał uczestniczyć na poziomie około 1 mld PLN. Goodwill powstały w wyniku zakupu 23% pakietu akcji Pekao szacujemy na poziomie 2,6 mld PLN.

Wycena pakietu akcji Banku Pekao (mld PLN)

Przejmowany pakiet	Wartość	Goodwill	Wartość	Goodwill
Przy cenie za akcję	126,90 PLN		139,54 PLN	
20%	6,7	2,2	7,3	2,9
21%	7,0	2,3	7,7	3,0
22%	7,3	2,4	8,1	3,2
23%	7,7	2,6	8,4	3,3
24%	8,0	2,7	8,8	3,5
25%	8,3	2,8	9,2	3,6
26%	8,7	2,9	9,5	3,8
27%	9,0	3,0	9,9	3,9
28%	9,3	3,1	10,3	4,0
29%	9,7	3,2	10,6	4,2
30%	10,0	3,3	11,0	4,3

Źródło: Dom Maklerski mBanku

PZU może wydać do 9,3 mld PLN na akwizycje

Obecnie PZU dysponuje 5 mld PLN kapitałów nadwyżkowych. Na naszej konferencji finansowej, która miała miejsce w październiku PZU przyznało, że akwizycje mogą zostać dodatkowo wsparte przez emisję długu na poziomie około 3 mld PLN. Zgodnie z aktualną strategią dywidendową ubezpieczyciela, do 30% zysku netto może zostać przeznaczona na akwizycje, co daje dodatkowe 0,6 mld PLN (opierając się na konsensusie rynkowym z Bloomberg). Uważamy, że wyżej wymienione kwoty mogą zostać dodatkowo wsparte także przez 30% zysku netto z 2017 roku (0,7 mld PLN według konsensusu) ponieważ finalizacja transakcji nastąpi najwcześniej w przyszłym roku.

Możliwości akwizycyjne PZU (mld PLN)

(mld PLN)	wartość
Kapitał nadwyżkowy	5,0
Emisja długu	3,0
30% zysku z 2016 r.	0,6*
Razem	8,6
30% zysku z 2017 r.	0,7*
Razem	9,3

Źródło: Dom Maklerski mBanku; *bazując na konsensusie Bloomberg

Akwizycja zwiększy zysk netto PZU o 21-22%

Zakładając, że 23% udział w Banku Pekao zostałby skonsolidowany od 1 stycznia 2017 roku zysk netto PZU wzrósłby o 21% w 2017 roku i o 22% w 2018 roku (bazując na konsensusie). Roczna kontrybucja Pekao do wyników PZU wahałaby się w przedziale 0,5-0,6 mld PLN.

Wycena pakietu akcji Banku Pekao (mld PLN)

(mld PLN)	2016	2017	2018	2019
Zysk netto PZU	2,08	2,35	2,55	2,77
zmiana		12,7%	8,7%	8,6%
23% zysku netto Pekao		0,50	0,57	0,62
Razem	2,08	2,84	3,12	3,39
zmiana		36,6%	9,6%	8,6%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Akwizycja zwiększa możliwości dywidendowe ubezpieczyciela

Ze względu na akwizycję banku dywidenda PZU najprawdopodobniej zostanie ograniczona do przedziału wypłaty 50-60% z zysku netto za 2016 rok oraz do podobnego wskaźnika w 2017 roku. Niemniej jednak przy wypłacie na poziomie 50% zysku netto zakup Banku Pekao spowoduje wzrost DPS (bazując na konsensusie) za 2017 rok z 1,36 PLN na akcję do 1,65 PLN na akcję (dividend yield rośnie z 5,5% do 6,6%). Bazując na konsensusie i zakładając dywidendę na poziomie 80% z zysku netto za 2018 rok dividend yield PZU powinien wzrosnąć z 9,5% do 11,7%.

Wpływ akwizycji Pekao na dywidendę PZU

Procent wypłaty	50%	80%	90%	100%
PZU bez Pekao				
DPS (PLN)				
z 2016 r.*	1,21	1,93	2,17	2,41
z 2017 r.	1,36	2,17	2,45	2,72
z 2018 r.	1,48	2,36	2,66	2,95
Dividend Yield				
z 2016 r.*	4,9%	7,8%	8,8%	9,7%
z 2017 r.	5,5%	8,8%	9,9%	11,0%
z 2018 r.	6,0%	9,5%	10,7%	11,9%
PZU z Pekao				
DPS (PLN)				
z 2016 r.*	1,21	0,23	0,26	0,29
z 2017 r.	1,65	2,64	2,96	3,29
z 2018 r.	1,81	2,89	3,25	3,61
Dividend Yield				
z 2016 r.*	4,9%	0,9%	1,0%	1,2%
z 2017 r.	6,6%	10,6%	12,0%	13,3%
z 2018 r.	7,3%	11,7%	13,1%	14,6%

Źródło: konsensus z Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; *bez Pekao

Bank Pekao

Negatywna informacja dla akcjonariuszy Pekao

Uważamy, że nawis podaży powinien wywierać presję na kurs akcji Pekao. Po sprzedaży 30% pakietu akcji do PZU Unicredit pozostanie z 10,1% udziałem w banku, zaś przy sprzedaży 33% pakietu akcji UniCredit pozostanie z 7,1% pakietem akcji.

Mniejszościowy akcjonariusz

Uważamy, że nabyty pakiet akcji przez PZU oraz PFR nie da większości w Radzie Nadzorczej banku. Spowoduje to trudności w wymianie zarządu oraz potencjalnej zmianie kierunku rozwoju banku. Dodatkowo uważamy, że PZU nie będzie wywierał nacisku na realokację kapitału nadwyżkowego Banku Pekao (obecnie 7,9 mld PLN) na mało rentowne projekty PFR, ze względu na potrzebę ich konsolidacji do własnych wskaźników. Jednocześnie uważamy, że nowy akcjonariusz będzie sceptycznie podchodził do oferowanej dotychczas bardzo wysokiej dywidendy przez Bank Pekao (znacznie niższe wpływy z dywidend spółek skarbu Państwa niż zakładał to budżet na 2016 rok).

Alior Bank

Przejęcie Raiffeisen Polbank zagrożone

Uważamy, że ze względu na brak kompatybilności systemów informatycznych, a co za tym idzie bardzo wysokich kosztów integracji, nie nastąpi fuzja pomiędzy Bankiem Pekao oraz Alior Bankiem. Dodatkowo istnieje ryzyko, że transakcja przejęcia Raiffeisen Polbanku nie dojdzie do skutku ze względu na potrzebę zaangażowania kapitałów PZU. Uważamy, że PZU stać na zakup 23% udziału w Pekao oraz dokapitalizowanie 1 mld PLN Aliora na przejęcie Raiffeisena. Nie mniej jednak dostrzegamy ryzyko, że nie wszyscy akcjonariusze Aliora będą chcieli brać udział w nowej emisji akcji, co grozi PZU jako gwarantowi emisji przekroczeniem 33% udziałów w banku i koniecznością wezwania do 66%. Ryzyko to może skłonić PZU do przekonania Alior Banku do wycofania się z transakcji.

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. 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.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assec Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 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, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM, Stelmet. Assec 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 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 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 wypłaty dywidendy 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
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

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

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

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

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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