

# KBC: Bulgaarse overname strategisch goede zet

Aandelen  | 03.01.2017 | Door Rudy De Groodt - Equity Analyst BNPP WM

Net op de valreep van 2016 kondigde bank-verzekeraar KBC (Hold) de overname aan van United Bulgarian Bank (UBB) en Interlease voor een totaal bedrag in cash van 610 miljoen EUR. Verkoper van deze Bulgaarse activa is National Bank of Greece uit Griekenland.

Deze dubbele transactie wordt volledig uit de overtollige cashbuffer van de groep betaald. Uiterlijk in het tweede kwartaal van 2017 moet ze zijn afgerond. Hiermee versterkt KBC gevoelig haar marktpositie in Bulgarije. Strategisch streeft KBC immers in al haar kernmarkten een top 3-4 positie in resp. bankieren en verzekeringen na.

Door het samenvoegen van de eigen Bulgaarse bankdochter CIBANK (3% marktaandeel) met UBB (8%) ontstaat de derde grootste Bulgaarse bankspeler met een marktaandeel van 11% en het nummer 1 op gebied van bank-verzekeren. Dit kaatste dankzij de eigen verzekeringsdochter DZI Insurance.

Hoewel de bijdrage op groepsniveau van deze Bulgaarse overname relatief klein is (circa +3% qua groepswinst en een +1,6% extra aangroei van het kredietboek) en de synergievoordelen beperkt zijn, is ze zeker strategisch verantwoord. De overnamepremie (koers/tastbare boekwaarde van 1,29x en circa 13x de winst), heeft vooral te maken met de strategische marktversterking tot de beoogde doelstelling in een nog steeds onderbenutte, hoge groeiemarkt met bovendien verder consolidatiepotentieel in Bulgarije.

Indien we uitgaan van een realisatie van 50% van de kostensynergie-effecten (20 miljoen EUR) en integratiekosten à rato van 1,5x deze synergievoordelen, dan komen we uit op een behoorlijk rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) van 12% (13% indien we alle kostensynergieën nemen).

Deze overname doet de kernkapitaalbuffer (ET1) met 54 basispunten afnemen tot een nog steeds ijzersterke pro forma 14,7%. Toch ligt deze nog altijd fors boven onze geschatte kapitaaldoelstelling van >12%.

Volgende belangrijke stap is de strategische uitkomst rond de Ierse dochter die we bij de publicatie van de vierdekwartalcijfers (9 februari 2017) mogen verwachten. We tippen hierbij op een behoud met verdere organische uitbouw van de Ierse business. Dankzij de hoge buffer van overtollig kapitaal en de sterke interne kapitaalgeneratie (geschatte RORWA of rendement op risicogewogen activa van 200 à 250 basispunten per jaar in de periode 2016-2018) verwachten we nog steeds genereuze dividendbetalingen de komende jaren. Een uitbetaling van 60% in 2016 en stijgend tot 70% tegen 2018 wat neerkomt op een dividendrendement van circa 5 à 6%. Kortom, de Bulgaarse overname is een strategisch verantwoorde zet en een teken van sterkte.

KBC blijft een van de meest solide bankiers in Europa op gebied van winstgevendheid, kapitaalsterkte en liquiditeitspositie met daarbij een sterk gekapitaliseerde verzekeringspoot. Bovendien verwachten we de komende jaren een bovengemiddeld dividendrendement. De

stijging van de rentes sinds medio dit jaar, nog versterkt door verwachte reflatie na de Trump-overwinning, is positief nieuws voor de rentemarges.

Na de sterke koersstijging werd het advies recent verlaagd van Kopen naar Houden en is ondertussen het voorzichtige koersdoel van 58,60 EUR bereikt. Met een mogelijke verhoging zouden we voorlopig het aandeel behouden. Indirect kunt u nog steeds goedkoper inspelen op KBC via monoholding KBC Ancora dat 18,6% van KBC bezit en momenteel met een korting noteert van 27%.