

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

2010 P/E* **16,9x**
2010 P/BV* **1,86x**
WIG Banki **6 252**

* średnia

Banki

Wyceny neutralne, selekcja ważniejsza

Przy obecnej wycenie sektora P/E na poziomie 16,9x na 2010 i 13,7x na 2011, banki handlują się na poziomach swoich długoterminowych średnich. Dodatkowo, niepewność skali jak i trwałości odbicia gospodarczego wskazuje na neutralne nastawienie do sektora. Uważamy, że w perspektywie roku 2011 poprawa kosztów ryzyka i spadek salda rezerw będzie odgrywało większą rolę z punktu widzenia momentum zysków niż tempo poprawy marży odsetkowej i skala wzrostu wyniku odsetkowego. W konsekwencji, preferujemy PKO BP (Akumuluj) kosztem Pekao (Redukuj) oraz Handlowy (Akumuluj) względem ING BSK (Trzymaj), które są relatywnie tańsze oraz oferują wyższą stopę dywidendy. Wśród banków z najniższym współczynnikiem kapitałów własnych, największym portfelem walutowych kredytów hipotecznych ale również z opcją M&A w przyszłości, preferujemy Getin Holding względem Millennium i Kredyt Banku (wszystkie Trzymaj). Getin ma najdłuższy średni termin zapadalności depozytów terminowych, co powinno przełożyć się na szybsze tempo poprawy marży depozytowej w środowisku rosnących stóp procentowych. W końcu, po ogłoszeniu zamiaru przejęcia BZ WBK (Trzymaj) przez Santander, oczekujemy, że kurs akcji będzie poruszał się w trendzie bocznym konvergując do ceny zapowiedzianego wezwania.

	Cena (PLN)*	9M TP (PLN)	Zmiana (%)
BZ WBK	215,40	215,9	0,2
Getin Holding	10,11	10,4	2,9
Handlowy	80,25	87,0	8,4
ING BSK	800,00	815	1,9
Kredyt Bank	15,49	15,2	-1,9
Millennium	4,73	4,60	-2,7
Pekao	159,50	145,0	-9,1
PKO BP	40,90	45,7	11,7

* ceny zamknięcia z 14 września 2010

	9M TP (PLN)	Rekomendacja
BZ WBK	215,9	Trzymaj
Getin Holding	10,4	Trzymaj
Handlowy	87,0	Akumuluj
ING BSK	815	Trzymaj
Kredyt Bank	15,2	Trzymaj
Millennium	4,60	Trzymaj
Pekao	145,0	Redukuj
PKO BP	45,7	Akumuluj

Marża ustabilizuje się w 2011, pomimo podwyżek stóp procentowych
Pomimo trzech podwyżek stóp procentowych jakich spodziewamy się w 2011 (z 3,50% do 4,25%), które w naszej opinii przełożą się na poprawę rentowności depozytów, oczekujemy tylko stabilizacji marży odsetkowej R/R w sektorze w 2011. Naszym zdaniem, wpłynie na to presja na marże kredytowe, spadek rentowności portfela papierów dłużnych oraz zawężenie się spread między stopą rynkową a referencyjną. Oczekujemy największej poprawy marży odsetkowej w Getin Holdingu i Millennium dzięki wyższej rentowności depozytów, zarówno bieżących jak i terminowych. Z drugiej strony, prognozujemy, że marża zawęzi się najbardziej w przypadku BZ WBK i Handlowego z powodu presji na korporacyjne marże kredytowe.

Koszty ryzyka będą stabilnie spadać, najszybciej w korporacjach

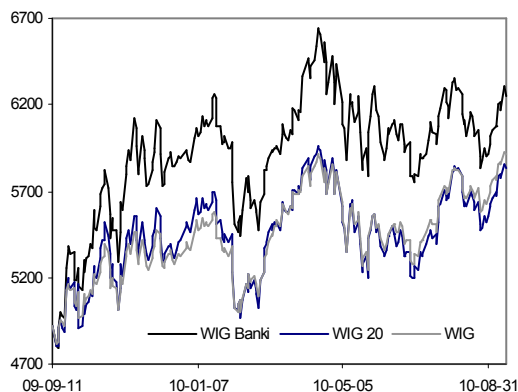
Zakładamy, że jakość kredytów korporacyjnych nie będzie się już pogarszać, kredytów konsumpcyjnych ustabilizuje się w 2011 a hipotecznych będzie pogarszać się razem ze starzeniem się portfela. Takie prognozy przekładają się na spadek kosztów ryzyka w sektorze o 27-35pb. R/R w okresie 2010-2012. Prognozujemy, że saldo rezerw będzie się poprawiać najszybciej w Handlowym i BZ WBK, najwolniej w ING BSK, Getin Holdingu i Millennium.

Oczekujemy zysków na 2011-2012 poniżej konsensusu rynkowego

Zagregowane prognozy zysku dla ośmiu analizowanych przez nas banków wzrosną o 30% R/R w 2010, 15% R/R w 2011 i 21% w 2012. Podczas gdy nasze oczekiwania na 2010 są blisko obecnego konsensusu rynkowego, prognozy na 2011 i 2012 są odpowiednio 7% i 5% poniżej oczekiwań

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/BV 2010P	P/BV 2011P	ROE 2010P	ROE 2011P
BZ WBK	16,9	15,0	2,39	2,16	14,9	15,1
Getin Holding	17,7	14,3	1,69	1,51	10,0	11,1
Handlowy	14,6	11,8	1,61	1,52	11,3	13,3
ING BSK	13,5	12,3	1,83	1,66	14,6	14,2
Kredyt Bank	21,2	13,4	1,48	1,33	7,3	10,4
Millennium	19,6	14,6	1,40	1,28	8,3	9,1
Pekao	16,2	14,4	2,06	1,93	13,4	13,8
PKO BP	15,9	14,1	2,38	2,15	15,3	16,0
Średnia	16,9	13,7	1,86	1,69	11,9	12,9

Kurs akcji WIG Banki na tle WIG i WIG 20



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl



Spis treści

Wycena

- Wycena porównawcza – obecne poziomy
- Wycena porównawcza – perspektywa historyczna
- Wpływ transakcji sprzedaży BZ WBK na wycenę polskich banków
- Wycena dochodowa
- Podsumowanie rekomendacji

Marża odsetkowa

- Poziom stóp procentowych
- Marże depozytowe
- Marże kredytowe
- Marża odsetkowa i wynik odsetkowy

Koszty ryzyka

- Jakości kredytów po 2Q 2010 jako punkt wyjścia naszych prognoz
- Prognoza jakości kredytów w rozbiciu na segmenty
- Prognoza jakości kredytów dla poszczególnych banków
- Prognoza kosztów ryzyka i salda rezerw

Podsumowanie prognoz zysku netto

Perspektywa zysków w 2H 2010

Załącznik: Podatek od banków

- Przykłady opodatkowania banków w krajach europejskich
- Implikacje dla polskich banków

Załącznik: Prognozy wzrostu depozytów i kredytów w sektorze

Spółki

- BZ WBK
- Getin Holding
- Handlowy
- ING BSK
- Kredyt Bank
- Millennium
- Pekao
- PKO BP

Wycena

Wycena porównawcza – obecne poziomy

Średnie P/E wynosi 16,9x w 2010 i spada do 13,7x w 2011

Średnia wartość wskaźnika P/E dla polskich banków jest na poziomie 16,9x w 2010 i 13,7x w 2011. Wśród ośmiu banków przez nas analizowanych, ING BSK kwotuje się z największym dyskontem do sektora w oparciu o zyski prognozowane w 2010 (22% poniżej średniej), a Handlowy jest najatrakcyjniejszy w perspektywie naszych prognozy zysku w 2011 (16% poniżej spółek porównywalnych). Z drugiej strony, najmniej atrakcyjny jest Kredyt Bank, który obecnie jest wyceniany z 29% premią względem sektora w oparciu o prognozę wyniku netto w 2010 oraz Millennium i Pekao, których wskaźniki 2011 P/E są odpowiednio 7% i 6% powyżej średniej.

Wycena porównawcza polskich banków

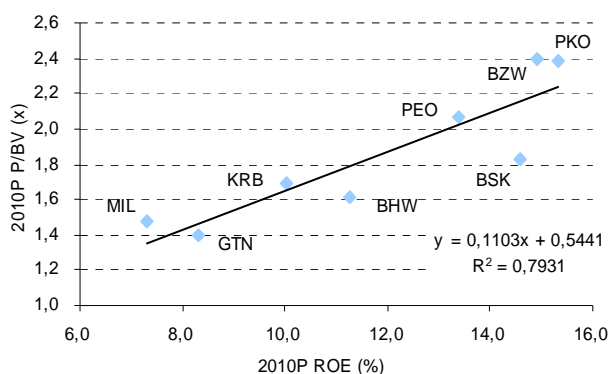
	P/E				P/BV				ROE			
	2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	17,8	16,9	15,0	12,8	2,66	2,39	2,16	1,94	16,3	14,9	15,1	16,0
Getin Holding	26,0	17,7	14,3	10,1	1,88	1,69	1,51	1,32	7,4	10,0	11,1	13,9
Handlowy	20,8	14,6	11,8	9,8	1,69	1,61	1,52	1,43	8,5	11,3	13,3	15,0
ING BSK	17,5	13,5	12,3	10,9	2,13	1,83	1,66	1,50	13,1	14,6	14,2	14,5
Kredyt Bank	-	21,2	13,4	9,6	1,63	1,48	1,33	1,17	1,3	7,3	10,4	13,0
Millennium	-	19,6	14,6	10,0	1,44	1,40	1,28	1,16	0,1	8,3	9,1	12,2
Pekao	17,3	16,2	14,4	12,3	2,29	2,06	1,93	1,80	14,1	13,4	13,8	15,1
PKO BP	19,9	15,9	14,1	11,7	2,50	2,38	2,15	1,91	13,4	15,3	16,0	17,2
Średnia	19,9	16,9	13,7	10,9	2,03	1,86	1,69	1,53	9,3	11,9	12,9	14,6

Premia / dyskonto do średniej (%)

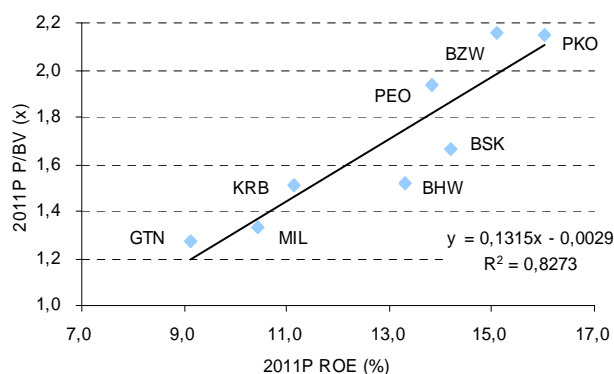
BZ WBK	-13	-1	11	20	37	34	33	32	97	30	20	11
Getin Holding	40	5	5	-8	-8	-10	-12	-16	-22	-17	-15	-5
Handlowy	5	-15	-16	-11	-18	-15	-11	-7	-9	-6	4	3
ING BSK	-14	-22	-12	0	6	-1	-2	-2	50	27	12	-1
Kredyt Bank	-	29	-3	-14	-22	-23	-24	-26	-87	-42	-21	-12
Millennium	-	18	7	-10	-32	-27	-27	-27	-99	-33	-32	-19
Pekao	-15	-5	6	15	15	13	17	21	64	15	8	4
PKO BP	0	-7	3	9	28	34	32	30	55	34	29	21

Źródło: Bloomberg, banki, DI BRE Banku

2010P ROE vs. 2010P P/BV



2011P ROE vs. 2011P P/BV



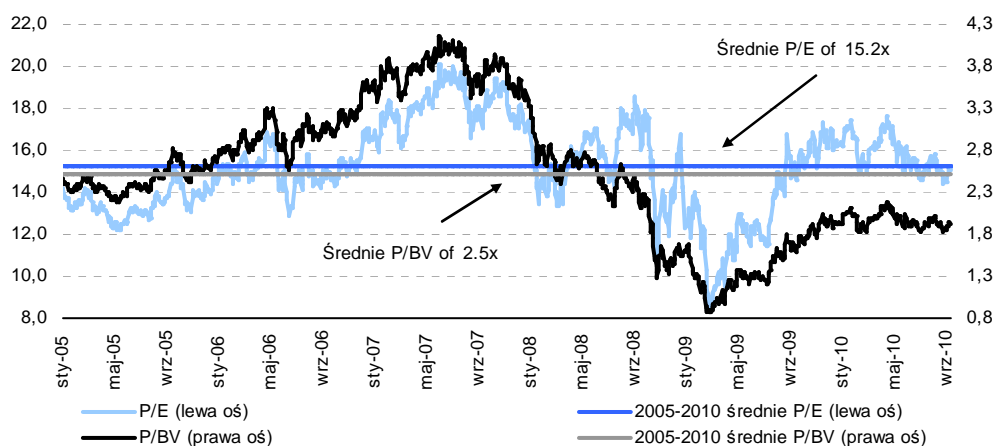
Źródło: Bloomberg, banki, DI BRE Banku

Wycena porównawcza – perspektywa historyczna

Obecny poziom P/E na równi z długoterminową średnią

Obecnie indeks WIG Banki handluje się na 12-miesięcznym kroczącym P/E 15,2x, czyli tylko 1% poniżej długoterminowej, średnio-cyklicznej średniej. Oznacza to, że jest 78% powyżej minimum (8,5x) osiągniętego w lutym 2009 i 25% poniżej maksimum (20,1x) z czerwca 2007. Wskaźnik 12-miesięcznego kroczącego P/BV wydaje się być bardziej atrakcyjny, jego obecny poziom 1,93x jest aż 24% poniżej długoterminowej średniej. Co więcej, mimo, że jest 123% wyżej niż w lutym 2009 (0,86x), jest to cały czas aż 54% poniżej wyceny z czerwca 2007 (4,15x). Niemniej jednak należy podkreślić, że obecne 12-miesięczne kroczące ROE (13,5%) jest 23% poniżej długoterminowej średniej (17,6%). Jednocześnie, obecne ROE jest tylko 9% powyżej minimum z grudnia 2008 (12,5%) i 38% poniżej maksimum z grudnia 2007 (22,0%). W naszej opinii, obecny poziom wyceny nie daje jednoznacznej wskazówki do stwierdzenia, że jest „za tanio” albo „za drogo”. Uważamy, że wymusza to postawę neutralną dla sektora.

Długoterminowe P/E i P/BV dla indeksu WIG Banki



Źródło: Bloomberg, banki, DI BRE Banku

Wpływ transakcji sprzedaży BZ WBK na wycenę polskich banków

Santander zapłaci 2,80x 2009 P/BV i 18,7x 2009 P/E za BZ WBK, 16% powyżej ceny rynkowej

AIB poinformowało, że zamierza sprzedać swój pakiet kontrolny w BZ WBK (70,36%) Santanderowi za 11 666 mln PLN. Transakcja będzie przeprowadzona w formie wezwania do sprzedaży 100% akcji BZ WBK, w ramach której AIB zbyje swój udział.

Wartość transakcji implikuje, że Santander zapłaci 226,90 PLN za jedną akcję BZ WBK, czyli 16% powyżej ceny rynkowej (19% powyżej 3-miesięcznej średniej i 16% powyżej 6-miesięcznej średniej) oraz 24% powyżej naszej wartości godziwej (183 PLN). Co więcej, cena transakcji implikuje wskaźnik P/BV na poziomie 2,80x na 2009 i 2,57x na 2010, 44% powyżej średniej dla polskich banków. Równocześnie, cena transakcji wskazuje na wskaźnik P/E na poziomie 18,7x na 2009 i 17,8x na 2010, czyli 8% poniżej średniej polskich banków na 2009, ale 5% powyżej średniej na 2010.

Pozytywne dla BZ WBK – kurs akcji będzie konwergował do 226,90 PLN

Uważamy, że kurs akcji BZ WBK będzie się poruszał w trendzie bocznym konwergując do ceny zapowiedzianego wezwania (226,9 PLN) uwzględniając wartość pieniądza w czasie. W naszej opinii akcjonariusze mniejszościowi BZ WBK powinni sprzedać swoje udziały w zapowiedzianym wezwaniu.

Ewentualne ryzyka dla kursu akcji BZ WBK mogłyby pojawić się, gdyby Santander nie otrzymał któregoś z wymaganych zgód regulatorów rynku lub gdyby z jakiś przyczyn miało nie dojść do wezwania na 100% akcji. Na chwilę obecną, widzimy bardzo małe szanse takiego scenariusza.

Pozytywne dla PKO BP – stopa dywidendy na poziomie 4,6%

W naszej opinii, informacja o zamiarze przejęcia BZ WBK przez Santandera jest również korzystna dla akcji PKO BP. Ponieważ PKO BP był jednym z faworytów do przejęcia BZ WBK do samego końca, naszym zdaniem kurs akcji wyceniał potencjalne ryzyka związane z samym procesem zakupu jak i później z fuzją obu banków. Co więcej, zgodnie z decyzją walnego zgromadzenia banku, jeżeli do 10 grudnia PKO BP nie przejmie żadnego banku na terenie



Polski, bank wypłaci dywidendę w wysokości 1,90 PLN na akcję (data ustalenia praw do dywidendy: 23 października 2010; data wypłaty dywidendy: 20 grudnia 2010). Przy obecnej cenie, stopa dywidendy jest bardzo atrakcyjna i wynosi 4,6%.

Pośrednio pozytywne również dla Getin Holdingu, Millennium i Kredyt Banku jako potencjalnie podmiotów w przyszłości wystawionych na sprzedaż...

Uważamy, że wycena transakcji sprzedaży BZ WBK może być również pośrednio pozytywna dla notowań Getin Holdingu, Millennium i Kredyt Banku. Wśród ośmiu przez nas analizowanych banków, naszym zdaniem najbardziej prawdopodobne jest, że w przyszłości któryś z nich zostanie wystawiony na sprzedaż przez swojego obecnego akcjonariusza strategicznego. Mając na uwadze szerokie zainteresowanie procesem sprzedaży BZ WBK, uważamy, że również sprzedaż innych aktywów w Polsce ze znaczącym udziałem rynkowym może się cieszyć dużą popularnością.

... ale jest zbyt dużo ryzyk aby już uwzględnić premię M&A w wycenie

Niemniej jednak, uważamy, że premii za kontrolę (szacowaną na 10% w przypadku BZ WBK, jaką ma zapłacić Santander również akcjonariuszom mniejszościowym) nie należy od razu wbudowywać w wycenę Getinu, Millennium czy Kredyt Banku, ponieważ nie mamy pewności czy i kiedy taka transakcja miałaby nastąpić. Co więcej, wysoka wycena BZ WBK w transakcji i wysoki poziom implikowanego wskaźnika 2009 P/BV 2,80x nie musi być poziomem odniesienia w przyszłych potencjalnych transakcjach. W naszej opinii wynika to z relatywnie dużo lepszej kondycji finansowej BZ WBK względem Getinu, Millennium czy Kredyt Banku:

- BZ WBK ma najwyższy udział rynkowy mierzony aktywami na poziomie 4,8% na koniec czerwca 2010,
- BZ WBK ma najniższy wskaźnik kredyty/depozytów na poziomie 83,1%,
- BZ WBK ma najsilniejszą bazę kapitałową ze wskaźnikiem kapitałów własnych (Tier 1) na poziomie 13,1%,
- BZ WBK ma najmniejszy udział walutowych kredytów hipotecznych w strukturze portfela walutowego – 12,6%,
- BZ WBK ma drugi najniższy, po Getinie, wskaźnik koszty/dochodów na poziomie 48,3% po pierwszym półroczu 2010,
- BZ WBK ma znacząco wyższe wskaźniki zwrotu i na aktywach i na kapitałach własnych, odpowiednio na poziomie 1,80% i 16,0% w pierwszym półroczu 2010.

Wybrane wskaźniki banków po 1H 2010

(%)	BZ WBK	Getin Holding	Kredyt Bank	Millennium
Udział rynkowy w aktywach	4,8	3,7	3,7	4,1
Kredyty/depozytów	83,1	91,9	104,9	110,5
Współczynnik wypłacalności	13,7	9,5	12,3	14,0
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	13,1	9,5	8,6	11,6
Udział walutowych kredytów hipotecznych w kredytach ogółem	12,6	47,3	36,8	53,2
Koszty/dochodów	48,3	35,6	57,3	63,3
ROE	16,0	10,9	5,5	8,1
ROA	1,80	1,11	0,36	0,60

Źródło: banki, DI BRE Banku

Wycena dochodowa

Model wyceny zdyskontowanych zysków rezydualnych

Nasza wycena dochodowa banków oparta jest o metodę zysków rezydualnych. W modelu tym dodajemy do bieżącej wartości kapitałów własnych sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2010-2019, po okresie prognozy, wartość rezydualną).

Dla obliczenia wartości rezydualnej po okresie prognozy przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,5% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych).
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%.
- Bazową wartość bety na poziomie 1,0x, przy czym do wyceny Getin Holding i Kredyt Banku stosujemy betę podwyższoną do 1,1x ze względu na najniższy wśród banków przez nas analizowanych poziom wskaźnika kapitałów własnych (Tier 1), obecnie poniżej 10%.
- W konsekwencji przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 10,5% dla wszystkich banków przez nas analizowanych poza Getin Holdingiem i Kredyt Bankiem, dla których przyjmujemy 11%.
- Długoterminowy zwrot z kapitałów pomiędzy 12,2% i 17,2%, czyli na poziomie rentowności przez nas oczekiwanej w 2012.
- Długoterminową stopę wzrostu zysków na poziomie 4,0%.
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy pomiędzy 67,1% i 76,8%, zdeterminowany przez równanie 1-(g/ROE).

Dodatkowo, w przypadku BZ WBK do naszej wyceny dodajemy premię za przejęcie, którą na bazie parametrów transakcji oszacowaliśmy na 10%.

Podsumowanie wyceny metodą zysków rezydualnych

(mln PLN)	BZ WBK	Getin Holding	Handlowy	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao	PKO BP
Stopa wolna od ryzyka (%)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Premia za ryzyka (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta (x)	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału (%)	10,5	11,0	10,5	10,5	11,0	10,5	10,5	10,5
Długoterminowe ROE (%)	16,0	13,9	15,0	14,5	13,0	12,2	15,1	17,2
Długoterminowa stopa wzrostu zysków (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Docelowy poziom wypłaty dywidendy (%)	75,0	71,2	73,3	72,5	69,2	67,1	73,5	76,8
Kapitały własne na koniec 2009	5 928	3 830	6 199	4 884	2 589	2 787	18 288	20 429
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	1 038	0	0
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	-292	0	-493	0	0	0	-761	0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	11	21	76	27	65	-6	175	213
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2019P	3 244	1 258	1 974	2 095	417	491	7 419	13 105
Zdyskontowana wartość rezydualna	4 469	1 768	2 741	2 844	756	812	9 616	19 290
Wartość godziwa	13 361	6 877	10 499	9 850	3 827	5 123	34 737	53 037
Liczba akcji (mln)	73	712	131	13	272	1 213	262	1 250
Wartość godziwa na akcję (PLN)	183	9,65	80,4	757	14,1	4,22	132	42,4
Premia (%)	10	0	0	0	0	0	0	0
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	215,9	10,40	87,0	815	15,2	4,60	145	45,7

Źródło: banki, Bloomberg, D1 BRE Banku

Podsumowanie rekomendacji

Neutralna rekomendacja dla sektora, selekcja nadal kluczowa

Nasz model wyceny zysków rezydualnych, tylko w przypadku PKO BP i Handlowego wskazuje potencjał zmiany wystarczająco wysoki, aby usprawiedliwić rekomendację Akumuluj. Z drugiej strony, w przypadku Pekao uważamy, że ryzyko spadku kursu akcji jest na tyle wysokie, że implikuje rekomendację Redukuj. W pozostałych przypadkach, w naszej opinii obecne ceny rynkowe są bliskie wartości godziwej i dlatego wydajemy neutralne rekomendacje.

Podsumowanie cen docelowych i rekomendacji

PLN	9-miesięczna cena docelowa	Cena obecna	Potencjał zmiany (%)	Rekomendacja
BZ WBK	215,9	215,40	0,2	Trzymaj
Getin Holding	10,40	10,11	2,9	Trzymaj
Handlowy	87,0	80,25	8,4	Akumuluj
ING BSK	815	800,00	1,9	Trzymaj
Kredyt Bank	15,2	15,49	-1,9	Trzymaj
Millennium	4,60	4,73	-2,7	Trzymaj
Pekao	145	159,50	-9,1	Redukuj
PKO BP	45,7	40,90	11,7	Akumuluj

Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Preferujemy PKO BP względem Pekao

Pomimo tego, że w ciągu ostatnich sześciu miesięcy PKO BP zyskała 7,3%, 12pp. więcej niż przyniosły akcje Pekao, w naszej opinii akcje PKO BP cały czas oferują większą wartość dla akcjonariuszy względem Pekao. W oparciu o prognozy zysków na 2010, PKO BP handluje się z 2% dyskontem do Pekao, które rośnie do 5% w 2012, podczas gdy w naszej opinii zasługuje na relatywną premię. Prognozowane wyższe tempo wzrostu zysków dla PKO BP (+39% R/R w 2010 i +13% R/R w 2011) względem Pekao (+7% R/R w 2010 i +12% R/R w 2011) wynika z większej wrażliwości marży depozytowej na wzrost rynkowych stóp procentowych co jest związane z większym udziałem detalicznych depozytów bieżących w depozytach ogółem (34% vs. 28% w 2Q 2010) oraz większego potencjału poprawy wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości i przez to redukcji kosztów ryzyka. Ponadto, uważamy, że PKO BP wypłaci dywidendę w grudniu 2010 (1,90 PLN na akcję), której stopa jest bardziej atrakcyjna (4,6%) niż oczekiwana stopa dywidendy w Pekao w 2011 (3,7%).

Rekomendujemy Handlowy kosztem ING BSK

Wśród banków z najbardziej płynnymi bilansami, preferujemy inwestycję w Handlowego od zakupu akcji ING BSK. Chociaż obecnie Handlowy notowany jest z 8% premią względem ING BSK na 2010P P/E, w oparciu o zyski na 2011 premia zamienia się na 4% dyskonto, które rośnie aż do 10% w 2012. Mimo że prognozujemy 13% wzrost R/R wyniku odsetkowego w 2011 dla ING BSK, a tylko jego stabilizację dla Handlowego, uważamy, że większy wpływ na tempo wzrostu zysków na lata 2011-2012 będzie miało tempo spadku salda rezerw. W przypadku Handlowego prognozujemy spadek kosztów ryzyka o 108pb. R/R do 120pb. w 2011, podczas gdy w ING BSK tylko o 7pb. R/R do 49pb. Dodatkowo oczekujemy, że konsensus rynkowy na zyski dla Handlowego będzie się przesunął do góry, nasze obecne prognozy są powyżej oczekiwań rynkowych aż o 13% w 2011 i 16% w 2012.

Wolimy Getin Holding od Millennium i Kredyt Banku

Wśród banków z największym portfelem walutowych kredytów hipotecyjnych (53% w Millennium, 47% w Getin Holdingu oraz 37% w Kredyt Banku), najniższym współczynniku kapitałów własnych (Tier 1) (8,6% w Kredyt Banku, 9,5% w Getin Noble Banku oraz 11,6% w Millennium) oraz z potencjalną opcją M&A w przyszłości, preferujemy Getin Holding względem Millennium i Kredyt Banku. Mimo tego, że Getin ma najniższy poziom współczynnika wypłacalności (który w naszej opinii uniemożliwi mu podtrzymanie historycznych dynamik wzrostu bilansu), oczekujemy, że dostarczy najwyższą dynamikę wzrostu wyniku odsetkowego (+24% R/R w 2011 względem +13% w Millennium i +7% w Kredyt Banku). Uważamy, że Getin ma relatywnie najlepszą strukturę depozytów terminowych, która w środowisku rosnących stóp procentowych pozwoli w szybszym tempie poprawić marżę depozytową. Aż 52% depozytów terminowych w Getinie ma termin zapadalności powyżej 3 miesięcy (względem 24% w Millennium i 20% w Kredyt Banku). Oznacza to, że Getin będzie odnawiał depozyty z opóźnieniem względem pozostałych banków.

Marża odsetkowa

Poziom stóp procentowych

Spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp procentowych dopiero w 1Q 2011

Zespół analiz makroekonomicznych BRE Banku spodziewa się pierwszych podwyżek stóp procentowych już w 4Q 2010 w związku z pojawieniem się presji inflacyjnej, wyjściem inflacji powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłań 3,5%. W ich scenariuszu bazowym stopa referencyjna wzrośnie z obecnie 3,5% do 4% na koniec roku i aż do 5,0% na koniec 2011.

My na potrzeby niniejszego raportu jak i prognoz finansowych zakładamy mniej optymistyczny scenariusz dla rozwoju polskiej gospodarki. Spodziewamy się pierwszej podwyżki referencyjnej stopy procentowej w 1Q 2011 o 25pb. do 3,75%. Później zakładamy jeszcze po dwie podwyżki o 25pb. każda w trakcie 2011 i 2012.

Prognozy stóp procentowych

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Stopa referencyjna (na koniec okresu)	6,50	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	3,50	4,25	4,75
Stopa referencyjna (średnia w okresie)	5,78	5,34	4,06	4,40	5,72	3,77	3,50	3,96	4,50
zmiana R/R	0,10	-0,44	-1,28	0,34	1,32	-1,95	-0,27	0,46	0,54
3M WIBOR (średnia w okresie)	6,11	5,19	4,13	4,63	6,26	4,32	3,82	4,16	4,70
zmiana R/R	0,51	-0,92	-1,06	0,51	1,63	-1,94	-0,50	0,34	0,54
Spread (średnia w okresie)	0,33	-0,15	0,07	0,23	0,54	0,55	0,32	0,20	0,20

Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

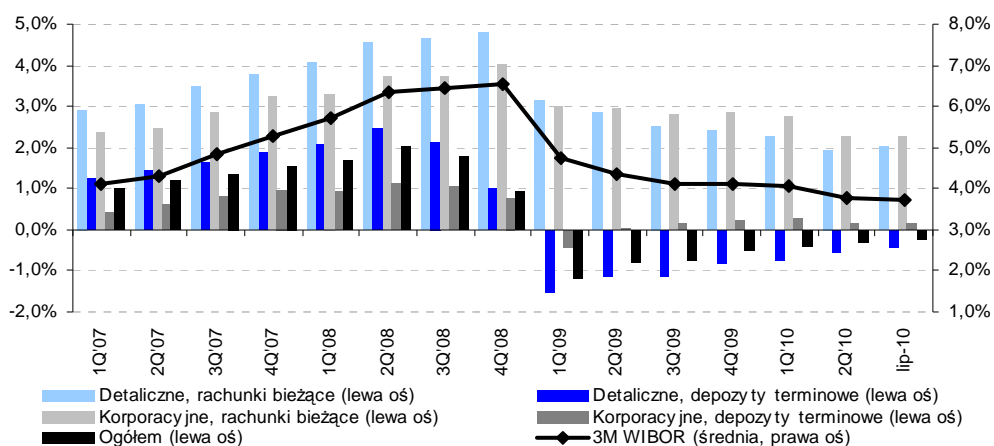
W konsekwencji zakładamy, że średnioroczna stopa rynkowa (3M WIBOR) wyniesie 3,82% w 2010 (względem 3,88% YTD; -50pb. R/R), 4,16% w 2011 (+34pb. R/R) i 4,70% w 2012 (+54pb. R/R).

Marże depozytowe

Poprawiają, ale nadal pozostają ujemne

Od początku 2010 nastąpiła stopniowa poprawa marży na depozytach ogółem w sektorze, z -0,47% w styczniu do -0,24% w lipcu. Głównym i jedynym czynnikiem poprawy były terminowe depozyty detaliczne. Ich zyskowność wzrosła o 37pb. w ciągu pierwszych siedmiu miesięcy, z -0,81% w styczniu do -0,44% w lipcu 2010. Terminowe depozyty korporacyjne cały czas pozostają rentowe, mimo tego, że ich marża spadła do 0,14% w lipcu, o 11pb. od początku roku. Marże na rachunkach bieżących spadły, zarówno detalicznych jak i korporacyjnych, odpowiednio o 40pb. i 59pb., co miało związek ze spadkiem rynkowych stóp procentowych, średni miesięczny 3M WIBOR spadł o 40pb. między styczniem a lipcem.

Spready depozytowe (na stanach depozytowych)*



Źródło: NBP, Bloomberg, DI BRE Banku *Względem średniej 3M WIBOR

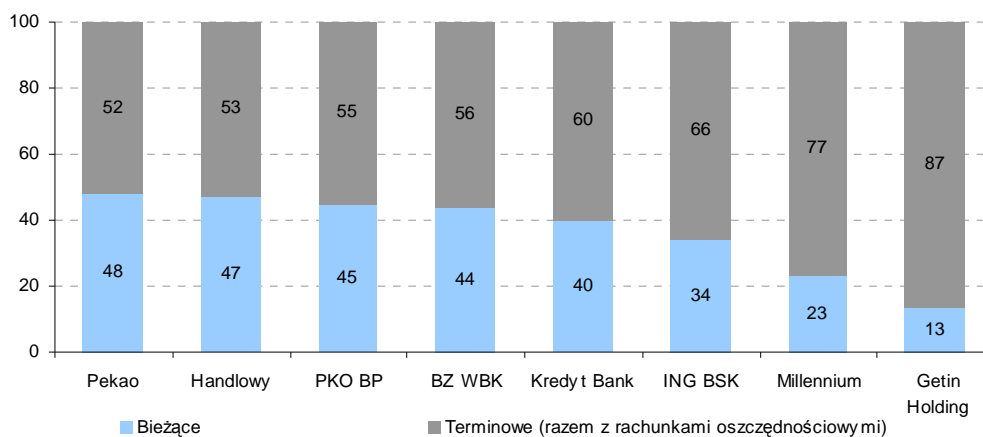
Oczekujemy dalszej poprawy, ale znaczącej dopiero w momencie podwyżek stóp procentowych

Ponieważ w tym roku nie zakładamy podwyżek stopy referencyjnej w Polsce, w drugiej połowie roku oczekujemy lekkiego wzrostu marży depozytowej, głównie dzięki dalszej poprawie zyskowności na terminowych depozytach detalicznych w związku z wygasaniem relatywnie drogich produktów oszczędnościowych.

Oczekujemy, że marża depozytowa znacznie się znacząco poprawiać dopiero w momencie podwyżek stóp procentowych. W naszej opinii będzie miała na to wpływ przede wszystkim marża na depozytach bieżących. Zakładając, że banki nie zaczną wprowadzać lub podwyższać oprocentowania na rachunkach bieżących, pełna skala wzrostu w rynkowej stopie procentowej powinna pozytywnie kontrybuować do poprawy marży odsetkowej.

Ponadto, zakładamy, że w środowisku rosnących stóp procentowych nastąpi również poprawa marżowości depozytów terminowych. W tym przypadku jednak oczekujemy, że skala wzrostu rynkowych stóp procentowych zostanie podzielona pomiędzy banki a ich klientów. Wyjątek stanowi przypadek Millennium i Getin Holdingu. W obu podmiotach marża depozytowa na depozytach terminowych mocno ucierpiała na przełomie 2008 i 2009, więc potencjalnie ma największe możliwość odbicia się. W konsekwencji, zakładamy, że tempo jej poprawy w latach 2010-2011 będzie znacząco szybsze niż w pozostałych bankach i będzie przewyższać tempo wzrostu rynkowych stóp procentowych.

1H 2010: Rozbicie depozytów ogółem na terminowe i bieżące (%)



Źródło: banki, DI BRE Banku

Największą poprawę prognozujemy w Getinie i Millennium; najmniejszą w ING BSK i Kredyt Banku

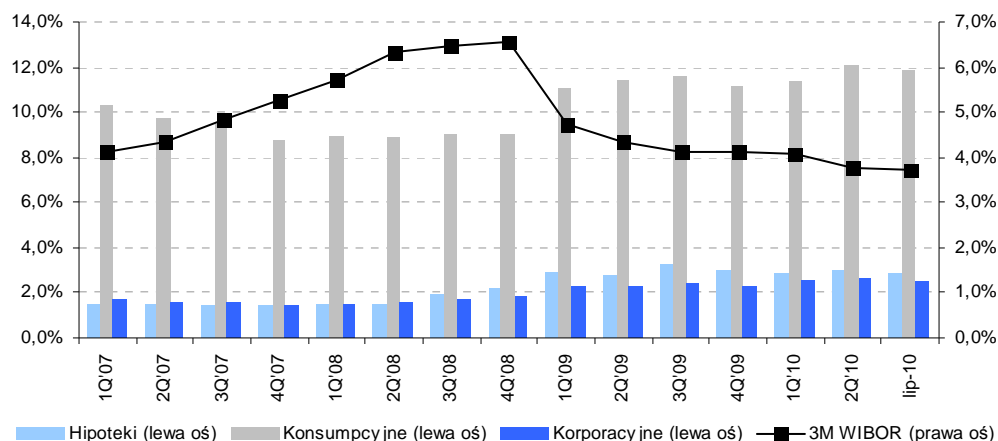
W oparciu o powyższe założenia prognozujemy, że marża na depozytach będzie poprawiać się najszybciej w Getinie i w Millennium (nawet pomimo najniższych wśród spółek porównywalnych udziałów rachunków bieżących w bazie depozytowej). W dalszej kolejności, oczekujemy, że najwięcej zyskają PKO BP, Handlowy i Pekao, ponieważ mają największy udział depozytów bieżących wśród spółek przez nas analizowanych. Najwolniejszego tempa poprawy marży depozytowej oczekujemy od ING BSK i Kredyt Banku, ponieważ mają najwięcej depozytów terminowych w swojej strukturze bazy depozytowej (po pominięciu Millennium i Getin Holdingu).

Marże kredytowe

Do 2Q 2010 marże wzrastały dla wszystkich głównych grup produktowych

Przez cały 2009 i w pierwszym kwartale 2010 marże na nowo udzielanych kredytach poprawiały się we wszystkich trzech grupach produktowych. Sytuacja zaczęła się zmieniać w trakcie 2Q 2010 kiedy to nastąpiło wyhamowanie wzrostu lub/i lekkie zawężenie marż. Marża dla kredytów hipotecznych i korporacyjnych poprawiała się do kwietnia, wzrastając od początku roku odpowiednio o 23pb. do 3,1% i 29pb. do 2,8%. Od maja stopniowo się zawężają marże, dla kredytów hipotecznych w sumie o 7pb. i dla kredytów korporacyjnych 18pb. W przypadku kredytów konsumpcyjnych poprawa następowała do czerwca, w sumie o 97pb. od początku roku do 12,3% (dłuższy okres wzrostu marży względem kredytów hipotecznych i korporacyjnych może częściowo wynikać ze spadających rynkowych stóp procentowych, ponieważ większość kredytów konsumpcyjnych jest udzielana w oparciu o stałe, a nie zmienne oprocentowanie). W lipcu średnie marża spadła aż o 38pb. M/M.

Spready kredytowe (na nowo udzielonych kredytach)*



Źródło: NBP, Bloomberg, DI BRE Banku *Względem średniej 3M WIBOR

Zakładamy, że trendy rozwoju marży zaobserwowane dla nowo udzielanych kredytów z opóźnieniem ok. jednego-dwóch kwartałów przełożą się na marżowość stanów kredytowych.

Prognozujemy spadek marż, największy w kredytach korporacyjnych

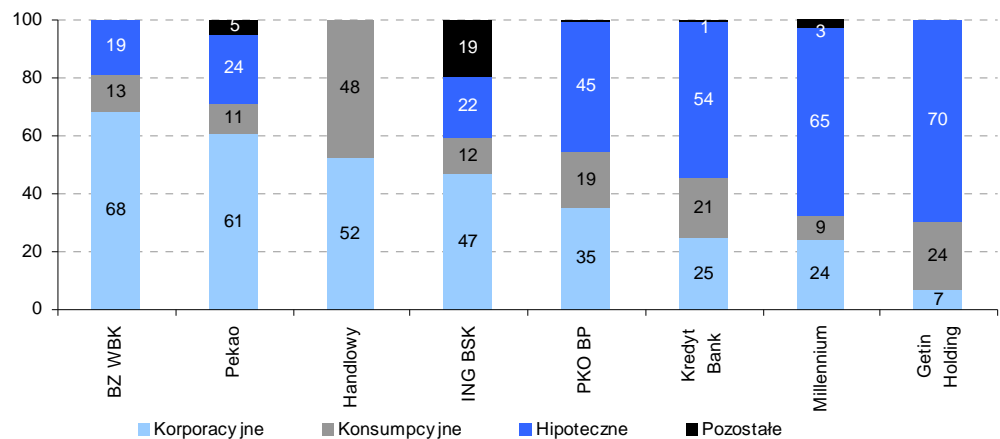
Oczekujemy, że trend zawężających się marż kredytowych będzie kontynuowany przynajmniej przez cały rok 2011. W przypadku kredytów detalicznych (zarówno hipotecznych jak i konsumpcyjnych) zakładamy, że tylko nowa sprzedaż ze spadającymi marżami będzie negatywnie wpływać na zyskowność stanów kredytowych. W przypadku kredytów korporacyjnych oczekujemy, że nie tylko nowa sprzedaż będzie obniżać marżowość portfela kredytowego, ale również kredyty już udzielone będą refinansowane po niższych marżach co dodatkowo przyspieszy i wzmocni tempo spadku marż.

Uważamy, że rozwój marż w kredytach korporacyjnych będzie naśladował sytuację jaka nastąpiła w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego, gdzie marże z powodu dużej podaży (chęci banków do udzielania kredytów) spadły z 1,5-2,0% w 2009 do 0,5-0,6% obecnie. Banki w coraz większym stopniu liczą na wzrost zainteresowania kredytem ze strony firm, co do chwili obecnej nie następuje. Do lipca 2010, kredyty korporacyjne spadły o 0,8% od początku roku. Nie oczekujemy znaczącej poprawy w tym roku i zakładamy marginalny wzrost, o 0,6%, do końca roku. Uważamy, że w 2011 banki będą chciały wykazać wzrost stanów bilansowych (zakładamy 8% wzrostu R/R) i będą stopniowo obniżać marże.

Największą presję odczuje BZ WBK i Handlowy

Bazując na rozbiciu portfela kredytowego, zakładamy, że BZ WBK oraz Handlowy doświadczą największej presji na marże kredytowe ze względu na relatywnie duży udział kredytów korporacyjnych. W przypadku Pekao, mimo założenia spadku marży kredytowej na porównywalnie wysokim poziomie jak dla BZ WBK i Handlowego, uważamy, że marża po aktywach odsetkowych ogółem będzie spadała wolniej ze względu na lepszą strukturę aktywów.

Ze względu na duży udział kredytów detalicznych w portfelu kredytowym ogółem, oczekujemy że Millennium i Getin Holding odczują relatywnie najmniejszą presję na marże kredytowe.

Struktura rodzajowa portfela kredytowego brutto (1H 2010, %)


Źródło: banki, DI BRE Banku

Marża odsetkowa i wynik odsetkowy
Oczekujemy stabilizacji w 2011 i poprawy w 2012

Podsumowując nasze założenia co do rozwoju marż depozytowych i kredytowych, oczekujemy, że średnio dla ośmiu przez nas analizowanych banków marża odsetkowa netto wzrośnie o 39bp. R/R w 2010, utrzyma się prawie na tym samym poziomie w 2011 oraz wzrośnie średnio o 12pb. R/R w 2012.

Największy potencjał w Millennium i Getinie, najmniejszy w BZ WBK, Handlowym i Kredyt Banku

Oczekujemy, że w latach 2010 - 2012 marża odsetkowa wrośnie najwięcej w Getinie i Millennium. Związane to jest z naszymi agresywnymi założeniami co do tempa poprawy marż na depozytach terminowych oraz z najmniejszą oczekiwaną presją na marże kredytowe w związku z największym udziałem kredytów detalicznych w kredytach ogółem.

W naszej opinii najmniejszy wzrost marży odsetkowej w 2010 będzie miał miejsce w Kredyt Banku i Handlowym. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z mniejszą skalą poprawy marży kredytowej niż u spółek porównywalnych, co wynika z wygasającego wysoko-marżowego portfela zbudowanego przez Żagiel. W drugim przypadku, oczekujemy spadku marży depozytowej, co związane jest z najmniejszym udziałem wśród spółek porównywalnych depozytów detalicznych i spadkiem rynkowych stóp procentowych. W 2011 oczekujemy, że największą skalę spadku marży odsetkowej zaobserwujemy w BZ WBK i Handlowym, wynikającą z presji na marże na kredytach korporacyjnych

Podsumowanie prognoz marży odsetkowej po aktywach ogółem

	Marża odsetkowa po aktywach (%)					Zmiana marży odsetkowej R/R (pp.)				
	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2008	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	3,31	2,80	3,24	2,99	2,97	-0,15	-0,51	0,43	-0,25	-0,02
Getin Holding	4,07	2,94	3,36	3,62	3,86	0,45	-1,13	0,42	0,27	0,23
Handlowy	3,35	3,75	3,88	3,77	3,93	0,14	0,40	0,12	-0,10	0,16
ING BSK	2,06	2,19	2,66	2,71	2,74	-0,03	0,13	0,47	0,05	0,03
Kredyt Bank	3,22	2,73	2,71	2,66	2,64	-0,31	-0,49	-0,02	-0,05	-0,02
Millennium	2,41	1,30	1,99	2,12	2,35	-0,72	-1,11	0,69	0,13	0,23
Pekao	3,52	2,90	3,11	3,17	3,29	0,69	-0,63	0,22	0,06	0,12
PKO BP	5,04	3,47	3,95	3,89	4,04	0,61	-1,57	0,48	-0,06	0,14
Średnia ważona	3,60	2,88	3,26	3,27	3,39	0,27	-0,72	0,39	0,00	0,12

Źródło: banki, DI BRE Banku



Prognozujemy spowolnienie tempa wzrostu wyniku odsetkowego w 2011 oraz ponowne przyspieszenie w 2012

W konsekwencji prognoz marży odsetkowej i rozwoju bilansu dla ośmiu przez nas analizowanych banków, prognozujemy 18% wzrost R/R wyniku odsetkowego w 2010. Dalej prognozujemy, że jego tempo przyrostu spowolni do 6% R/R w 2011 i ponownie przyspieszy w 2012 do 11% R/R.

Podsumowanie prognoz wyniku odsetkowego

	Wynik odsetkowy (mln PLN)					Zmiana R/R (%)				
	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2008	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	1 635	1 563	1 789	1 740	1 866	27	-4	14	-3	7
Getin Holding	1 018	978	1 305	1 615	1 911	81	-4	34	24	18
Handlowy	1 366	1 505	1 504	1 551	1 715	13	10	0	3	11
ING BSK	1 253	1 417	1 607	1 676	1 756	20	13	13	4	5
Kredyt Bank	1 060	1 061	1 121	1 196	1 258	22	0	6	7	5
Millennium	935	599	902	1 021	1 237	21	-36	51	13	21
PKO BP	6 127	5 051	6 434	6 846	7 738	32	-18	27	6	13
Pekao	4 509	3 802	4 143	4 360	4 696	66	-16	9	5	8
Suma	17 903	15 976	18 807	20 006	22 176	37	-11	18	6	11

Źródło: banki, DI BRE Banku

Koszty ryzyka

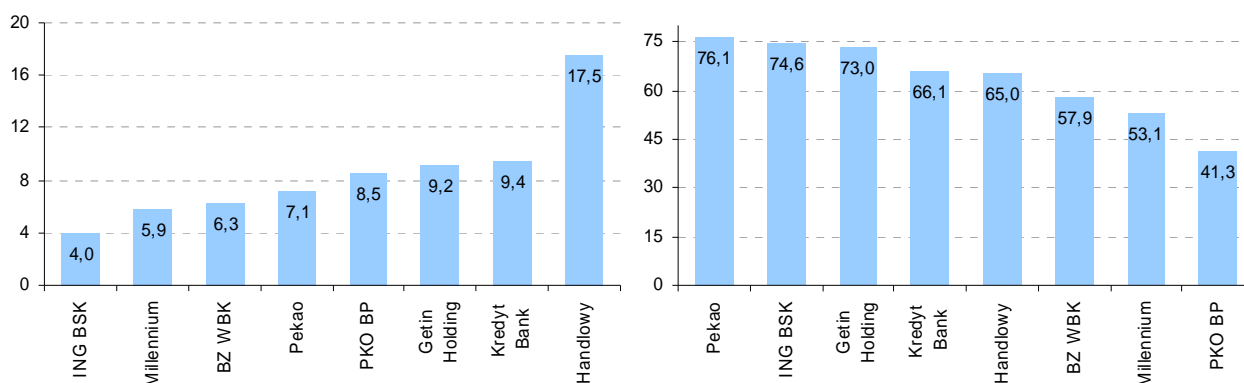
Jakości kredytów po 2Q 2010 jako punkt wyjścia naszych prognoz

Punkt startowy

Naszym punktem wyjścia w prognozowaniu kosztów ryzyka dla poszczególnych banków jest ich ostatni raportowany poziom wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości w kredytach brutto ogółem, struktura portfela kredytowego w rozbiciu na trzy główne segmenty oraz poziom wskaźnika pokrycia kredytów z utratą wartości przez rezerwy.

W naszej opinii, obecny (ostatni raportowany) poziom wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem dostarcza nam mało informacji odnośnie przyszłych kosztów ryzyka. Z punktu widzenia naszych prognoz ważniejsze jest tempo pogarszania/poprawiania się tego wskaźnika względem średniej dla sektora. Czynniki, które mają kluczowe znaczenie na kształtowanie się tego wskaźnika w przyszłości jest struktura portfela kredytowego w podziale na główne segmenty oraz kształtowanie się jakości kredytów w poszczególnych segmentach. Dla potrzeb niniejszej analizy dokonaliśmy podziału portfela kredytowego banków na kredyty korporacyjne i kredyty detaliczne, które dalej dzielimy na kredyty hipoteczne oraz kredyty konsumpcyjne (zdefiniowane jako inne niż kredyty hipoteczne).

1H 2010: Udział kredytów z utratą wartości (lewy) oraz wskaźnik pokrycia* (prawy) (%)



Źródło: BIK, DI BRE Banku *Wskaźnik pokrycia kredytów z utratą wartości przez rezerwy

Ponadto uważamy, że czym wyższy poziom wskaźnika pokrycia kredytów z utratą wartości przez rezerwy tym lepiej jest obrezerwowany obecny portfel kredytów z utratą wartości i w konsekwencji mniejsza presja na przyszłe koszty ryzyka. Z drugiej strony, poziom wskaźnika, który jest poniżej średniej dla spółek porównywalnych może sugerować, że w przyszłości bank nie tylko będzie zawiązywał rezerwy na przyrastające kredyty z utratą wartości, ale może również dotworzyć rezerwy na już istniejący portfel kredytów z utratą wartości.

Niemniej jednak podkreślamy, że nie ma jednej „właściwej” wartości wskaźnika pokrycia. Jego wysokość zależy nie tylko od struktury portfela kredytowego i jakości zabezpieczenia, ale również od dokładnej definicji kredytu z utratą wartości.

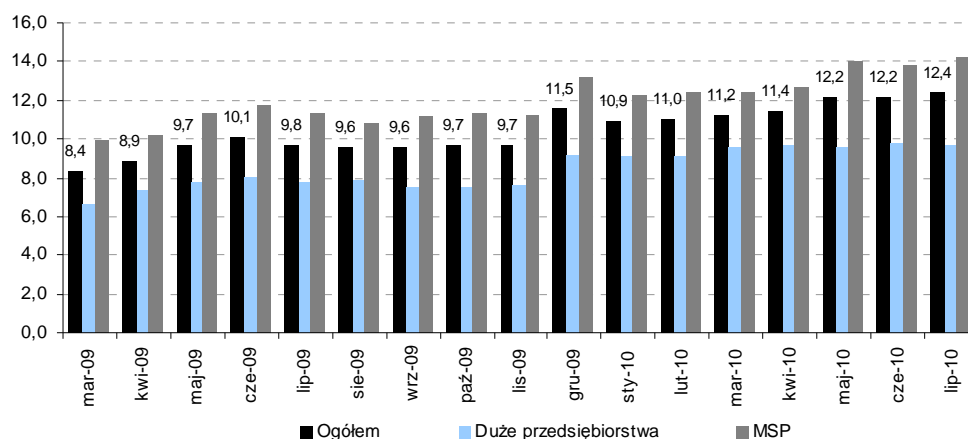
W naszej opinii ma to znaczenie przy ocenie poziomu wskaźnika pokrycia dla PKO BP. Jest on najniższy wśród banków przez nas analizowanych i wynosi obecnie 41,3% względem średniej dla spółek porównywalnych na poziomie 68,3%. W 2Q 2009 bank zdecydował się znacząco zaostrzyć swoją definicję kredytu z utratą wartości (zakwalifikował kredyty podmiotów z ratingiem G jako kredyty z utratą wartości), co skutkowało nie tylko skokowym wzrostem wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości ale również skokowym spadkiem wskaźnika pokrycia. Gdyby uznać za kredyty z utratą wartości tylko kredyty z opóźnieniem w spłacie powyżej 90 dni, to oszacowaliśmy, że wskaźnik udziału kredytów z utratą wartości wyniósłby dla PKO BP ok. 3,9% (względem raportowanego 8,5%), a wskaźnik pokrycia ok. 88,9% (względem raportowanego 41,3%).

Prognoza jakości kredytów w rozbiciu na segmenty

Kredyty korporacyjne – najgorsze już za nami

W segmencie kredytów korporacyjnych, udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem znacząco wzrósł w ciągu 2009, o 500pb. do 11,5%, w konsekwencji znacznego spowolnienia w tempie rozwoju gospodarczego, ale również silnego osłabienia PLN względem EUR i USD. W trakcie pierwszych siedmiu miesięcy 2010 roku, ten udział nadal się zwiększał i na koniec lipca osiągnął poziom 12,4%.

Kredyty korporacyjne: Udział kredytów z utratą wartości (%)



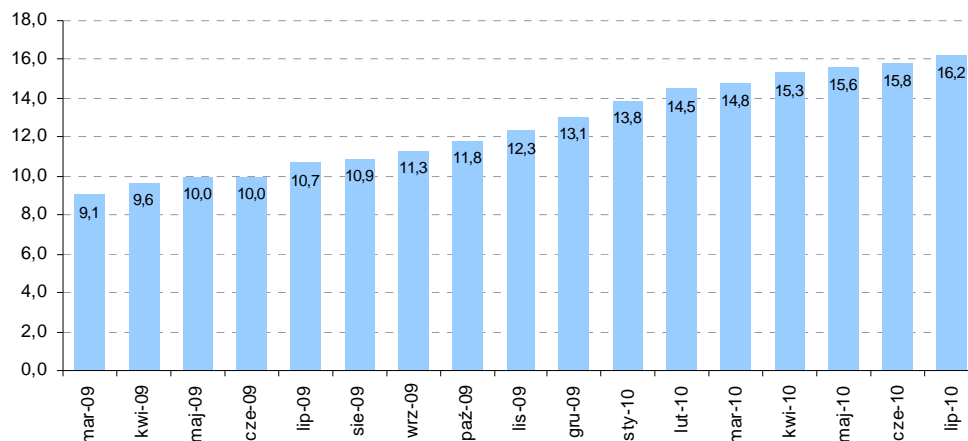
Źródło: NBP, DI BRE Banku

W naszej opinii wartość tego wskaźnika jest bliska maksimum. Mimo, że oczekujemy, że wzrośnie on jeszcze do końca roku (o 16pb. do 12,5% na koniec roku), zwracamy uwagę, że ten wzrost wynika tylko i wyłącznie z większego spadku kredytów bez utraty wartości, niż kredytów z utratą wartości. Prognozujemy, że wskaźnik będzie systematycznie spadał w ciągu 2011 (o 100pb. R/R do 11,5% na koniec roku) i 2012 (o 200pb. R/R do 9,5% na koniec roku). Poprawa ta wynika z oczekiwanej poprawy kondycji finansowej przedsiębiorstw.

Kredyty konsumpcyjne – stabilizacja dopiero w 2011

W ramach kredytów detalicznych, tempo pogarszania się kredytów konsumpcyjnych było znacząco wyższe niż kredytów hipotecznych. Szacujemy, że udział kredytów konsumpcyjnych z utratą wartości wzrósł w 2009 o ok. 650pb. do 13,1% na koniec roku. W ciągu pierwszych siedmiu miesięcy 2010, wskaźnik ten dalej się pogarszał i wyniósł 16,2% na koniec lipca (wzrost o 312pb. od początku roku). W naszej opinii, czynnikiem, który w największym stopniu wpłynął na kształtowanie się tego wskaźnika była sytuacja na rynku pracy oraz zjawisko tzw. przekredytowania.

Kredyty konsumpcyjne: Udział kredytów z utratą wartości (%)



Źródło: NBP, DI BRE Banku

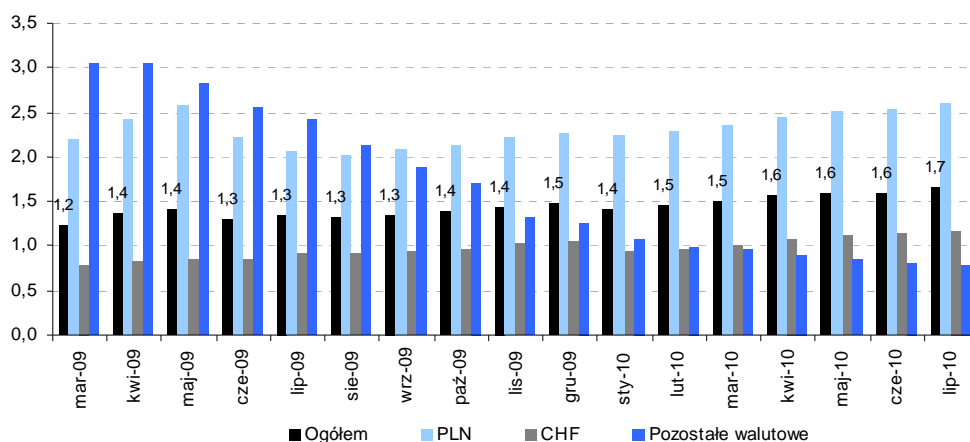
Zakładamy, że jakość kredytów konsumpcyjnych w drugiej części roku 2010 będzie się nadal pogarszać, chociaż w nieznacznie wolniejszym tempie niż to obserwowane w pierwszej połowie. Oczekujemy, że udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem osiągnie poziom 17,6% na koniec 2010 (+138pb. względem lipca 2010) i utrzyma się na niezmiennym poziomie w ciągu 2011. Poprawy tego wskaźnika oczekujemy dopiero w 2012, prognozujemy spadek o 100pb. R/R do 16,6%.

Kredyty hipoteczne – stabilne „starzenie się” portfela

Kredyty hipoteczne pozostają niezmiennie grupą kredytów o najlepszej jakości w ujęciu absolutnym/statycznym (najniższy poziom wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości) jak też w ujęciu dynamicznych (najniższe tempo pogarszania się jakości kredytów). Szacujemy, że

w 2009 udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem zwiększył się o ok. 68pb. do 1,5% na koniec grudnia 2009. W trakcie pierwszych siedmiu miesięcy 2010 udział kredytów z utratą wartości pogorszył się, o 19pb. do 1,7% na koniec lipca.

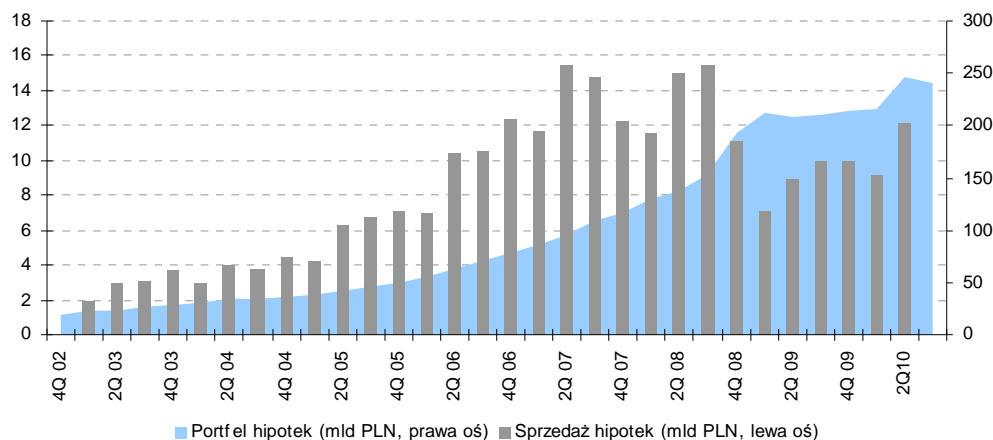
Kredyty hipoteczne: Udział kredytów z utratą wartości (%)



Źródło: NBP, DI BRE Banku

Ponieważ portfel kredytów hipotecznych w polskim sektorze bankowym jest relatywnie młody (69% portfela zastała zbudowana w ciągu ostatniego 3,5 roku, czyli od 2007), a z doświadczeń międzynarodowych wynika, że największe ryzyko nieterminowego obsłużenia długoterminnych kredytów występuje po 5-7 latach od momentu ich udzielenia, uważamy, że jakość kredytów hipotecznych w Polsce będzie się stopniowo pogarszać razem ze „starzeniem się” portfela.

Kwartałna sprzedaż kredytów hipotecznych vs. wartość portfela hipotek

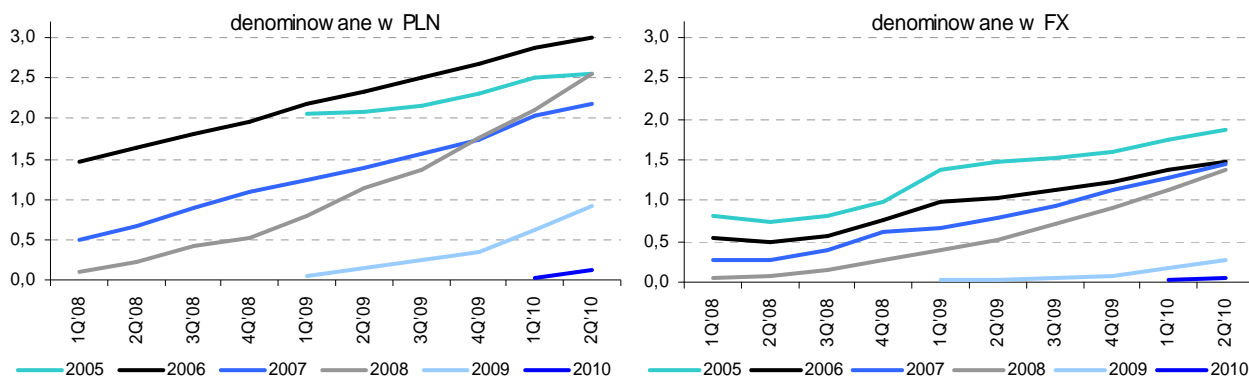


Źródło: ZBP, NBP, DI BRE Banku

Zakładamy, że udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem zwiększy się na koniec roku o 21pb. do 1,9%. W 2011 oczekujemy pogorszenia się jakości kredytowej o 35pb. R/R (do 2,2%), a w 2012 o 20pb. R/R (do 2,4%).

Mimo że jakość kredytów hipotecznych średnio w sektorze pozostaje na bardzo wysokim poziomie oraz że w ciągu najbliższych 2-3 lat nie spodziewamy się znacznego pogorszenia się ich jakości, uważamy, że koszty ryzyka w tym segmencie mogą się różnić pomiędzy indywidualnymi bankami. W naszej opinii wynika to z agresywnej dystrybucji kredytów w latach 2007-2008, w czasach hossy na rynku nieruchomości. Teza ta znajduje odzwierciedlenie w danych zaprezentowanych przez BIK przedstawiających spłacalność kredytów hipotecznych udzielonych w poszczególnych latach. Zarówno w przypadku kredytów złotych jak i walutowych, tempo w jakim psują się kredyty udzielone w 2008 i 2007 roku jest najszybsze (zilustrowane na wykresach poniżej przez kąt nachylenia krzywej). Z drugiej strony według stanu na koniec czerwca 2010, najlepiej zachowują się kredyty udzielone w 2009 i w 2010.

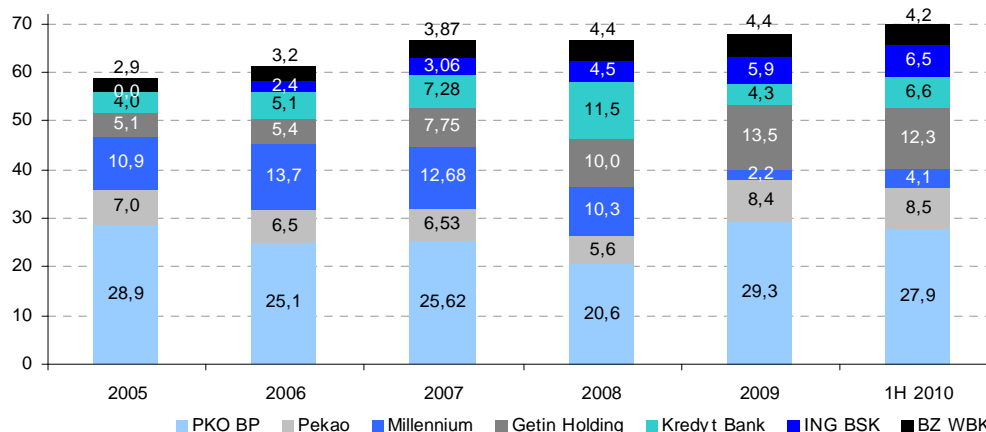
Odsetek kredytów hipotecznych z opóźnieniem w spłacie większym niż 1 miesiąc udzielonych w poszczególnych latach według obserwacji w kolejnych kwartałach



Źródło: BIK, DI BRE Banku

W celu zidentyfikowania banków, które są narażone na zwiększone koszty ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych ze względu na agresywne działania sprzedażowe w latach 2007-2008 sprawdziliśmy które podmioty w tych latach miały udział w sprzedaży hipotek znacząco większy niż tzw. naturalny udział rynkowy (mierzony udziałem w aktywach). Obliczyliśmy, że w przypadku Getin Holdingu, Millennium i Kredyt Banku średni stosunek udziału rynkowego w sprzedaży hipotek do naturalnego udziału rynkowego wynosi odpowiednio 3,3x, 2,8x i 2,6x, znacząco więcej niż średnia na poziomie 1,4x. Z drugiej strony, najmniej agresywne w sprzedaży kredytów hipotecznych były Handlowy (nie oferował tego produktu), Pekao (0,4x) oraz ING BSK (0,6x).

Udziały rynkowe w sprzedaży kredytów hipotecznych (%)



Źródło: ZBP, banki, szacunki DI BRE Banku

Podsumowanie – lekka poprawa w 2011, przyspieszenie w 2012

W wyniku podsumowania powyższych założeń, oczekujemy, że udział kredytów z utratą wartości wyniesie 8,6% na koniec 2010, co oznacza wzrost o 106pb. R/R i 22pb. względem lipca 2010. W 2011 oczekujemy lekkiej poprawy o 13pb. R/R i spadku wskaźnika do 8,5%. Związane to jest z oczekiwaną poprawą jakości kredytów korporacyjnych. W 2012 zakładamy poprawę, o 67pb. R/R (spadek wskaźnika do poziomu 7,8%), dzięki oczekiwanej poprawie zarówno w segmencie kredytów korporacyjnych jak i kredytów konsumpcyjnych.

Sektor bankowy: Kredyty z utratą wartości

	2005	2006	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Kredyty z utratą wartości ogółem (mln PLN)	29,8	24,7	23,0	27,6	50,5	61,9	66,8	68,3
korporacyjne	18,1	13,6	12,0	14,1	25,6	25,9	25,8	23,4
detaliczne	10,8	10,4	10,5	13,0	24,9	34,1	39,0	42,8
mieszaniowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	3,2	4,9	6,6	8,3
konsumpcyjne	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	15,3	21,0	23,2	24,8
inne	1,0	0,6	0,5	0,4	0,0	1,9	2,0	2,1
Zmiana kredytów z utratą wartości (R/R, %)	-18	-17	-7	20	83	23	8	2
korporacyjne	-24	-24	-12	17	81	1	-1	-9
detaliczne	-1	-4	1	24	91	37	14	10
mieszaniowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	53	68	70
konsumpcyjne	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	38	24	18
inne	-36	-36	-24	-9	-91	4 539	3	6
Udział kredytów z utratą wartości (%)	10,4	7,0	5,1	4,4	7,6	8,6	8,5	7,8
korporacyjne	15,1	10,0	7,2	6,5	11,5	12,5	11,5	9,5
detaliczne	7,9	5,7	4,1	3,6	6,0	7,3	7,6	7,4
mieszaniowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,5	1,9	2,2	2,4
konsumpcyjne	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	13,1	17,6	17,6	16,6
inne	3,3	1,9	1,5	1,2	1,5	4,5	4,5	4,5
Zmiana udziału kredytów z utratą wartości (pp., R/R)	-3,7	-3,4	-1,9	-0,6	3,1	1,1	-0,1	-0,7
korporacyjne	-5,4	-5,1	-2,9	-0,6	5,0	1,0	-1,0	-2,0
detaliczne	-2,0	-2,2	-1,5	-0,6	2,4	1,3	0,3	-0,2
mieszaniowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,4	0,4	0,2
konsumpcyjne	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	4,5	0,0	-1,0
inne	-1,9	-1,3	-0,5	-0,3	0,3	3,0	0,0	0,0

Źródło: NBP, DI BRE Banku *NB. Zmiana układu raportowania kredytów z utratą wartości od marca 2009

Prognoza jakości kredytów dla poszczególnych banków

Przykładając nasze oczekiwania odnośnie rozwoju jakości kredytów w sektorze w poszczególnych segmentach oraz biorąc pod uwagę strukturę portfela kredytowego każdego z banków, otrzymaliśmy prognozy wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości dla poszczególnych spółek.

Największej poprawy oczekujemy w Handlowym i BZ WBK

Oczekujemy, że największe tempo poprawy wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości nastąpi w Handlowym (o 107pb. R/R w 2011 do 17,4% oraz o 207pb. R/R w 2012 do 15,3%) oraz w BZ WBK (o 28pb. R/R w 2011 do 6,7% oraz o 112pb. R/R w 2012 do 5,5%). Wynika to z największego (pomijając Pekao) udziału kredytów korporacyjnych w ich strukturze portfela. Wśród banków przez nas analizowanych, w przypadku tych dwóch podmiotów nastąpił większy niż średnia w sektorze spadek jakości kredytów (pomijając Getin Holding i Kredyt Bank i ich problemy z kredytami konsumpcyjnymi). Uważamy, że w momencie odwrócenia się trendu nastąpi sytuacja odwrotna.

W naszej opinii tempo poprawy wskaźnika dla Pekao będzie wolniejsze niż średnia w sektorze, mimo relatywnie dużego udziału kredytów korporacyjnych (o 13pb. R/R w 2011 do 7,2% oraz o 46pb. R/R w 2012 do 6,7%). W trakcie 2008-2009 jego jakość kredytów pogarszała się znacząco wolniej niż średnia w sektorze ze względu na konserwatywne podejście banku do akcji kredytowej w latach poprzednich. Ponieważ jakość kredytów obniżała się wolniej, w naszej opinii w przyszłości będzie również poprawiać się wolniej.

Rezultatów gorszych niż średnia w sektorze oczekujemy w Getin Holdingu, Millennium i Kredyt Banku

Uważamy, że jakość kredytów w Getin Holdingu w perspektywie do końca 2012 roku będzie nadal zachowywać się gorzej niż średnia dla sektora (i najgorzej wśród banków przez nas analizowanych). Oczekujemy, że wskaźnik udziału kredytów z utratą wartości wzrośnie o 120pb. R/R w 2011 do 12,5% (po tym jak zwiększy się o 354pb. R/R w 2010) oraz o 44pb. R/R

w 2012 do 12,9%. W naszej opinii wynika to z zarówno agresywnej polityki sprzedażowej jak i bardziej ryzykownego profilu klienta (przy tym również wyżej marżowego).

W Millennium oczekujemy pogorszenia wskaźnika o 39pb. R/R w 2011 do 6,7% oraz jego stabilizacji w 2012. W Kredyt Banku prognozujemy wzrost udziału kredytów z utratą wartości o 37pb. R/R w 2011 do 10,6% oraz jego lekki spadek w 2012 o 16pb. R/R do 10,5%. Jest to konsekwencja przyjęcia bardziej pesymistycznych założeń niż średnia w sektorze odnośnie rozwoju jakości kredytów hipotecznych w skutek agresywnej polityki sprzedażowej w latach 2007-2008.

Podsumowanie prognoz udziału kredytów z utratą wartości

	Udział kredytów z utratą wartości (%)					Zmiana R/R (pp.)				
	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2008	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	2,9	5,5	6,9	6,7	5,5	0,1	2,6	1,4	-0,3	-1,1
Getin Holding	4,5	7,7	11,3	12,5	12,9	-1,2	3,2	3,5	1,2	0,4
Handlowy	12,2	16,7	18,4	17,4	15,3	0,0	4,4	1,8	-1,1	-2,1
ING BSK	1,9	3,7	4,1	4,0	3,5	-1,1	1,8	0,4	-0,1	-0,6
Kredyt Bank	4,9	8,6	10,3	10,6	10,5	-1,7	3,7	1,7	0,4	-0,2
Millennium	3,4	5,8	6,3	6,7	6,7	0,0	2,5	0,4	0,4	0,0
Pekao	5,5	6,8	7,3	7,2	6,7	-2,3	1,3	0,5	-0,1	-0,5
PKO BP	4,4	8,1	9,1	8,9	8,1	0,6	3,7	0,9	-0,2	-0,8
Średnia ważona	4,6	7,3	8,4	8,4	7,8	-0,9	2,7	1,1	0,0	-0,6
Sektor	4,4	7,6	8,6	8,5	7,8	-0,6	3,1	1,1	-0,1	-0,7

Źródło: banki, NBP, DI BRE Banku

Prognoza kosztów ryzyka i salda rezerw

Największy potencjał spadku kosztów ryzyka ma Handlowy i Getin, a najmniejszy ING BSK, Millennium i Pekao

W dalszej kolejności prognozy wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości przekładają się na prognozy kosztów ryzyka. Oczekujemy, że średnie koszty ryzyka dla ośmiu przez nas analizowanych banków będą systematycznie spadać z 161pb. w 2009 do 134pb. w 2010, 99pb. w 2011 oraz do 70pb. w 2012. Prognozujemy, że największy spadek kosztów ryzyka nastąpi w przypadku Getin Holding (o skumulowane 172pb. między 2010 a 2012) i Handlowego (o skumulowane 173pb. między 2010 a 2012). Z drugiej strony uważamy, że najmniejszy potencjał spadku kosztów ryzyka jest w przypadku ING BSK, Pekao i Millennium, odpowiednio o 21pb. , 27pb. i 29pb. między 2010 a 2012.

Podsumowanie prognoz kosztów ryzyka

	Koszty ryzyka (pb.)					Zmiana R/R (pb.)				
	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2008	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	123	138	134	79	46	122	15	-4	-55	-33
Getin Holding	228	349	408	287	237	110	121	60	-122	-50
Handlowy	116	422	228	120	55	162	306	-194	-108	-65
ING BSK	31	108	56	49	35	101	77	-52	-7	-13
Kredyt Bank	50	304	164	126	79	110	254	-140	-38	-47
Millennium	48	129	69	57	42	12	81	-60	-13	-15
Pekao	35	66	66	54	36	-3	32	-1	-12	-18
PKO BP	127	154	138	106	75	119	27	-16	-32	-31
Średnia ważona	88	161	134	99	70	77	73	-27	-35	-29

Źródło: banki, DI BRE Banku

Saldo rezerw obniży się najwięcej w Handlowym i BZ WBK, natomiast spadnie najmniej w ING BSK, Getinie i Millennium

W ostatnim kroku, z prognoz kosztów ryzyka wychodzimy na prognozy salda rezerw. Prognozujemy, że średnio dla ośmiu przez nas analizowanych banków saldo rezerw spadnie o 18% w 2010, 23% w 2011 oraz o 21% w 2012. Oczekujemy, że saldo rezerw najwięcej spadnie w przypadku Handlowego (o 72% między 2010 a 2012) oraz BZ WBK (o 60% między 2010 a 2012), natomiast najmniej w przypadku ING BSK (o 20% między 2010 a 2012), Getinu (o 27% między 2010 a 2012) i Millennium (o 29% między 2010 a 2012).



Podsumowanie prognoz salda rezerw

	Saldo rezerw (mln PLN)					Zmiana R/R (%)				
	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2008	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	365	481	467	291	186	-	32	-3	-38	-36
Getin Holding	379	842	1 191	961	875	264	122	41	-19	-9
Handlowy	153	546	268	145	75	-391	257	-51	-46	-48
ING BSK	66	304	179	173	142	-164	364	-41	-3	-18
Kredyt Bank	108	803	437	355	239	-227	642	-46	-19	-33
Millennium	135	436	245	217	174	103	223	-44	-11	-20
Pekao	263	535	539	475	349	37	103	1	-12	-27
PKO BP	1 130	1 681	1 670	1 378	1 073	-	49	-1	-17	-22
Suma	1 206	3 412	2 786	2 143	1 692	-	183	-18	-23	-21

Źródło: banki, DI BRE Banku

Podsumowanie prognoz zysku netto

Prognozujemy wzrost o 30% w 2010, 15% w 2011 i 21% w 2012

Prognozujemy, że zagregowany zysk netto dla banków przez nas analizowanych wzrośnie o 30% R/R, po tym jak spadł o 28% R/R w 2009. Oczekujemy, że tempo wzrostu zysków spowolni w 2011 do 15% R/R i ponownie przyspieszy w 2012 do 21% R/R.

Podsumowanie prognoz zysku netto

	Zysk netto (mln PLN)					Zmiana R/R (%)				
	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2008	2009	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	855	886	934	1 048	1 231	-10	4	5	12	18
Getin Holding	509	276	406	502	711	-19	-46	47	24	42
Handlowy	600	504	716	890	1 065	-27	-16	42	24	20
ING BSK	445	595	770	847	957	-29	34	29	10	13
Kredyt Bank	325	35	199	314	440	-17	-89	475	58	40
Millennium	413	1	286	393	574	-11	-100	-	37	46
Pekao	3 528	2 412	2 584	2 897	3 392	64	-32	7	12	17
PKO BP	3 121	2 306	3 213	3 627	4 353	7	-26	39	13	20
Suma	9 796	7 015	9 107	10 518	12 725	9	-28	30	15	21

Źródło: banki, DI BRE Banku

Nasze prognozy są poniżej oczekiwań rynkowych na lata 2011-2012

Nasze obecne zagregowane prognozy zysku na 2010 są nieznacznie powyżej obecnego konsensusu rynkowego (o 3%). Z drugiej strony, są poniżej oczekiwań ryzykownych na lata 2011 (o 7%) i 2012 (o 5%). W naszej opinii, różnice te wynikają z mniej optymistycznych założeń co do poprawy marży odsetkowej i/lub bardziej pesymistycznych oczekiwań co do tempa spadku salda rezerw.

Zwracamy uwagę, że tylko nasze prognozy dla Handlowego na lata 2010-2012 są znacząco powyżej oczekiwań rynkowych, o 13%-16%. W naszej opinii, konsensus nie doszacowuje potencjalnego tempa poprawy wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości i przez to tempa spadku salda rezerw. Sytuacja wygląda odwrotnie w Getin Holdingu i BZ WBK gdzie nasze prognozy są o 12%-18% poniżej obecnego konsensusu rynkowego. W przypadku BZ WBK uważamy, że jesteśmy bardziej konserwatywni niż konsensus w założeniach co do rozwoju marży odsetkowej, a w przypadku Getin Holdingu najprawdopodobniej oczekujemy wolniejszego tempa spadku kosztów ryzyka.

Porównanie prognoz zysku DI BRE Banku do konsensusu rynkowego

(mln PLN)	2010P		Różnica (%)	2011P		Różnica (%)	2012P		Różnica (%)
	DI BRE	Konsensus		DI BRE	Konsensus		DI BRE	Konsensus	
BZ WBK	934	947	-1	1 048	1 186	-12	1 231	1 391	-12
Getin Holding	406	394	3	502	614	-18	711	829	-14
Handlowy	716	657	9	890	785	13	1 065	921	16
ING BSK	770	732	5	847	828	2	957	975	-2
Kredyt Bank	199	175	14	314	327	-4	440	347	27
Millennium	286	259	10	393	442	-11	574	584	-2
Pekao	2 584	2 578	0	2 897	3 054	-5	3 392	3 515	-3
PKO BP	3 213	3 097	4	3 627	4 014	-10	4 353	4 770	-9
Suma	9 107	8 839	3	10 518	11 250	-7	12 725	13 331	-5

Źródło: banki, Bloomberg, DI BRE Banku

Perspektywa zysków w 2H 2010

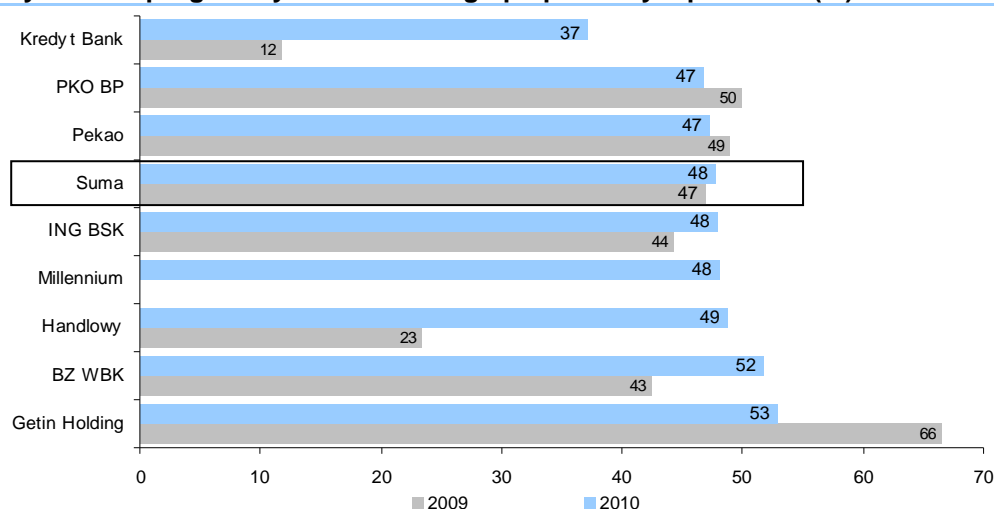
W 1H 2010 banki dostarczyły 48% naszych całorocznych prognoz

W pierwszym półroczu 2010, osiem przez nas analizowanych banków dostarczyło średnio 48% naszych całorocznych prognoz zysku netto. Rok wcześniej wyniosło to 47%.

Getin Holding i BZ WBK wykonały naszą prognozę całoroczną w największym stopniu, odpowiednio w 53% i 52%. W Getin Holding spodziewamy się mniejszej skali wpływu transakcji jednorazowych na wynik netto (w 1H 2010 zysk netto z transakcji jednorazowych wyniósł ok. 130 mln PLN względem 108 mln PLN spodziewanych w 2H 2010). Natomiast w BZ WBK pierwsze półrocze z reguły jest silniejsze ze względu na przychód z tytułu dywidendy z grupy Aviva w 2Q.

Kredyt Bank wykonał naszą prognozę zysku po pierwszym półroczu w najmniejszym stopniu, tylko w 37%. Spodziewamy się, że w drugim półroczu poziom rezerw spadnie o 17%, co powinno przełożyć się na 70% wzrost zysku.

Wykonanie prognoz zysk całorocznego po pierwszym półroczu (%)



Źródło: banki, DI BRE Banku

Oczekujemy poprawy zysku w 2H 2010 zarówno względem 1H 2010 (+9%) jak i 2H 2009 (+28%)

Nasze prognozy całoroczne implikują, że największej poprawy zysków w drugiej połowie roku względem pierwszej oczekujemy w Kredyt Banku (wzrost o 70%), PKO BP (14%) oraz Pekao (11%). Prognozujemy, że ujemną dynamikę wyniku netto względem pierwszego półrocza w Getin Holdingu (-11%) oraz w BZ WBK (-7%).

Podsumowanie prognoz zysku na 2H 2010

(mln PLN)	2H 2010P	1H 2010	H/H	2H 2009	R/R
BZ WBK	450	484	-7	509	-12
Getin Holding	191	215	-11	93	106
Handlowy	366	349	5	387	-5
ING BSK	401	369	9	332	21
Kredyt Bank	125	74	70	31	310
Millennium	148	138	8	-20	-
Pekao	1 362	1 222	11	1 232	11
PKO BP	1 711	1 502	14	1 155	48
Suma	4 755	4 353	9	3 718	28

Źródło: banki, DI BRE Banku

Załącznik: Podatek od banków

Przykłady opodatkowania banków w krajach europejskich

Model węgierski

W czerwcu 2010 parlament węgierski przyjął ustawę, która przewiduje opodatkowanie wszystkich banków z aktywami powyżej 50 mld HUF w wysokości 0,5% aktywów, lub 0,15% w przypadku mniejszych podmiotów. Zwracamy uwagę, że powyższe stawki podatkowe zostały zdefiniowane tylko na rok 2010 i 2011, ich wysokość na lata następne zostanie zakomunikowana w terminie późniejszym.

Model szwedzki

Szwedzki model opodatkowania banków wprowadzony w 2009 definiuje podstawę opodatkowania jako pasywa banku. Do 2011, włącznie, stawka podatkowa wynosi 0,18%, a począwszy od 2012 wzrośnie do 0,36%. Jednocześnie, od 2012 poszczególnym składnikom aktywów netto zostaną przypisane wagi ryzyka.

Model brytyjski

Projekt opodatkowania banków w Wielkiej Brytanii (który ma być zreplikowany w Niemczech i we Francji) zakłada, że zostanie on nałożony na wszystkie banki i kasy mieszkaniowo-budowlane z aktywami powyżej 20 mld GBP. Podstawą opodatkowania będą skorygowane aktywa, czyli suma bilansowa pomniejszona o kapitały własne (Tier 1) i depozyty detaliczne. Dodatkowo niższa stawka będzie zastosowana do zobowiązań o dłuższym terminie zapadalności. Obecny projekt zakłada, że w 2011 stawka opodatkowania wyniesie 0,04% dla zobowiązań o terminie zapadalności do roku i 0,02% na zobowiązania z terminem zapadalności dłuższym niż rok. Od 2012 stawki wzrosną odpowiednio do 0,07% i 0,035%.

Model niemiecki

Projekt niemiecki (przedstawiony w czerwcu 2010), zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w swojej formie jest bliski rozwiązaniom brytyjskim. Zakłada on, że podstawą opodatkowania będą aktywa skorygowane o kapitały (przy czym nie jest do końca jasne czy będą to tylko kapitały własne (Tier 1), czy również dług podporządkowany (Tier 2) i depozyty ogółem (ale inne niż od instytucji finansowych). Stawka podatkowa wyniesie 0,02% dla banków z wartością aktywów do 10 mld EUR, 0,03% dla banków z aktywami między 10 a 100 mld EUR oraz 0,04% dla banków z aktywami powyżej 100 mld EUR. Dodatkowo projekt zakłada 0,00015% podatku od pozabilansowych instrumentów pochodnych. Projekt zakłada również, że wysokość podatku nie będzie mogła przekraczać 15% zysków banku za rok poprzedni. Banki, które miały stratę również będą obciążone podatkiem. Jego wysokość „minimalna” wyniesie „5% rocznej znormalizowanej kontrybucji”.

Porównanie podstawowych parametrów

	Model węgierski	Model szwedzki	Model brytyjski	Model niemiecki	
Generalna definicja podstawy opodatkowania	Aktywa ogółem	Pasywa ogółem	Zobowiązania pomniejszone o ubezpieczone depozyty detaliczne	Zobowiązania pomniejszone o depozyty ogółem	Pozabilansowe instrumenty pochodne
Główna/docelowa stawka podatkowa (%)	0,500	0,036	0,070	0,040	0,00015
Dane finansowe skonsolidowany czy jednostkowy	Jednostkowe	Jednostkowe	Skonsolidowane	Jednostkowe	
Ograniczenie maksymalnej wysokości podatku	Nie	Nie	Nie	Tak, w sumie nie większe niż 15% zysków za rok poprzedni	
Czy podatek jest kosztem podatkowym	Tak	Tak	Nie	Nie	Nie
Projekt podatku vs. obowiązujące przepisy	Obowiązujące przepisy	Obowiązujące przepisy	Projekt rozwiązań	Projekt rozwiązań	Projekt rozwiązań
Obowiązuje od	2H 2010	2009	2011	2011	2011
Obowiązuje do	Najprawdopodobniej do 2012	15 lat do 2025	Bezterminowo	Bezterminowo	Bezterminowo

Źródło: DI BRE Banku

Implikacje dla polskich banków

Rząd zamierza wprowadzić dodatkowy podatek od banków

Premier Donald Tusk zapowiedział, że rząd rozważy wprowadzenie dodatkowego podatku od banków. Szczegółowe rozwiązania mają być znane w połowie września. Zgodnie z doniesieniami prasowymi, rozwiązania mają być wzorowane na modelu brytyjskim i nie mają dotyczyć obrotu ani transakcji. Premier dodał, że „będziemy proponowali rozwiązania bezpieczne dla klientów banków, niezbyt dokuczliwe dla banków i przynoszące pewną korzyść z punktu widzenia budżetu państwa”.

Potencjalny podatek może obniżyć zyski banków średnio o 1-2%

W oparciu o szacunkowe informacje przedstawione przez rząd przeprowadziliśmy symulację wpływu potencjalnego podatku na zyski banków w latach 2011-2012. Przyjmując założenia modelu brytyjskiego co do podstawy opodatkowania oraz zakładając stawkę opodatkowania na poziomie 0,07% dla całości opodatkowanych aktywów, obliczyliśmy, że dodatkowy podatek może obniżyć zyski ośmiu przez nas analizowanych banków średnio o 1,7% w 2011 oraz o 1,5% zysków w 2012. Z naszej analizy wynika, że banki, które ucierpiałyby najmniej to PKO BP (średnia redukcja zysków o 0,9% na 2011-12), Getin Holding (1,0%) i BZ WBK (1,5%), natomiast największy negatywny wpływ odczułyby Kredyt Bank (4,6%), Millennium (3,2%) oraz Handlowy (2,1%).

Teoretyczna wartość podatku

(mln PLN)	Skorygowane aktywa (2010)*	Skorygowane aktywa (2011)*	Teoretyczna wartość podatku (2011)	Teoretyczna wartość podatku (2012)	% zysków (2011)	% zysków (2012)
BZ WBK	23 684	24 773	17	17	1,6	1,4
Getin Holding	7 713	8 405	5	6	1,1	0,8
Handlowy	27 147	28 656	19	20	2,1	1,9
ING BSK	26 252	26 928	18	19	2,2	2,0
Kredyt Bank	24 164	24 452	17	17	5,4	3,9
Millennium	20 589	22 074	14	15	3,7	2,7
Pekao	72 471	74 018	51	52	1,8	1,5
PKO BP	50 616	54 306	35	38	1,0	0,9
Suma	252 635	263 612	177	185	1,7	1,5

Zródło: DI BRE Banku *Aktywa ogółem – kapitały własne – depozyty detaliczne

Potencjalny wpływ podatku nie jest uwzględniony w naszych prognozach

Ponieważ nie są nam znane szczegółowe parametry nowego podatku, ani nawet nie mamy 100% pewności, że podatek zostanie wprowadzony, powyższe wyliczenia nie są uwzględnione w naszych prognozach zysków oraz w konsekwencji w wycenie. Uważamy, że jeżeli ostatecznie rząd wprowadzi dodatkowe obciążenie należy się spodziewać, że banki będą próbowały przenieść część dodatkowych opłat na swoich klientów. Najprostszym sposobem wydaje się być podwyższenie opłat i prowizji. Dodatkowo nie można wykluczyć, że banki będą próbowały zarządzać swoją strukturą bilansu (przynajmniej na koniec roku – zakładany moment ustalenia podstawy opodatkowania) w taki sposób, żeby zminimalizować wartość obciążenia. W konsekwencji uważamy, że końcowy wpływ podatku na zyski oraz wycenę spółek może być mniejszy niż wynikający z czystej formuły.

Ponadto, zwracamy uwagę, że banki już płacą jedną opłatę w oparciu o bilans, opłatę na rzecz BFG w wysokości 0,045% aktywów ważonych ryzykiem (obowiązująca w latach 2009-2010). Szacujemy, że zagregowana wartość tych opłat dla ośmiu przez nas analizowanych banków wyniesie w 2010 ok. 180 mln PLN. W związku z tym, że od 1 stycznia 2011 wzrasta poziom gwarantowania depozytów w Polsce, z 50 tys. EUR do 100 tys. EUR, nie można wykluczyć, że ta opłata również zostanie podwyższona. Uważamy, że jednoczesne wprowadzenie nowego podatku oraz podwyższenie dotychczasowych obciążeń, może być zbyt radykalnym posunięciem ze strony rządu/regulatorów rynku.

Załącznik: Prognozy wzrostu depozytów i kredytów w sektorze

Prognoza wzrostu depozytów i kredytów w sektorze

(mld PLN)	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Depozyty ogółem	375	427	487	584	647	706	768	845
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>10</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>20</i>	<i>11</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>10</i>
korporacyjne	100	126	144	151	166	172	181	191
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>17</i>	<i>26</i>	<i>14</i>	<i>5</i>	<i>10</i>	<i>3</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
detaliczne	218	237	261	328	377	409	448	497
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>5</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>26</i>	<i>15</i>	<i>8</i>	<i>10</i>	<i>11</i>
pozostałe	56	64	82	105	104	125	140	157
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>20</i>	<i>13</i>	<i>29</i>	<i>28</i>	<i>-1</i>	<i>20</i>	<i>12</i>	<i>12</i>
Kredyty ogółem	285	352	454	620	665	716	784	870
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>12</i>	<i>23</i>	<i>29</i>	<i>37</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>11</i>
korporacyjne	119	136	168	216	207	207	224	246
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>3</i>	<i>14</i>	<i>23</i>	<i>29</i>	<i>-4</i>	<i>0</i>	<i>8</i>	<i>10</i>
detaliczne	136	183	253	367	411	467	516	578
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>24</i>	<i>34</i>	<i>38</i>	<i>45</i>	<i>12</i>	<i>14</i>	<i>11</i>	<i>12</i>
mieszaniowe	50	78	117	193	215	261	298	340
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>41</i>	<i>54</i>	<i>50</i>	<i>65</i>	<i>12</i>	<i>21</i>	<i>14</i>	<i>14</i>
denominowane w PLN	18	28	52	59	75	96	124	158
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>18</i>	<i>53</i>	<i>86</i>	<i>12</i>	<i>28</i>	<i>27</i>	<i>30</i>	<i>27</i>
denominowane w FX	32	50	64	134	140	165	173	182
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>58</i>	<i>55</i>	<i>30</i>	<i>108</i>	<i>4</i>	<i>18</i>	<i>5</i>	<i>5</i>
pozostałe detaliczne	86	105	136	174	196	206	219	238
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>16</i>	<i>23</i>	<i>30</i>	<i>28</i>	<i>12</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>9</i>
pozostałe	30	33	32	37	47	42	44	46
<i>zmiana R/R (%)</i>	<i>2</i>	<i>9</i>	<i>-1</i>	<i>15</i>	<i>26</i>	<i>-10</i>	<i>3</i>	<i>6</i>

Źródło: NBP, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	215,40 PLN
Cena docelowa	215,90 PLN
Kapitalizacja	15,7 mld PLN
Free float	4,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	39,1 mln PLN

Struktura akcjonariatu

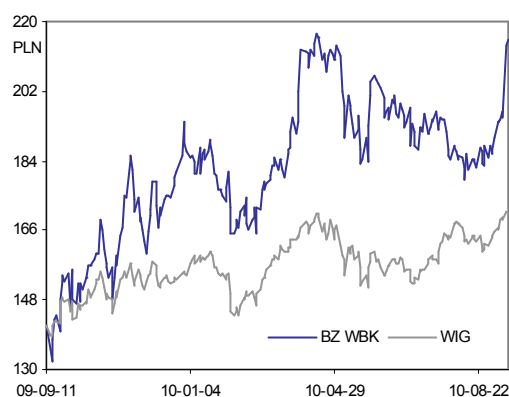
AIB	70,4%
Pozostali	29,6%

Profil spółki

BZ WBK jest piątą bankiem w Polsce pod względem aktywów z udziałem rynkowym na poziomie ok. 5%. Swoją ofertę kieruje zarówno do klientów detalicznych jak i korporacyjnych. Wysoki udział kredytów korporacyjnych w strukturze kredytów wynika w dużej części z wysokiego udziału kredytów związanych z finansowaniem deweloperów. W strukturze depozytów dominują oszczędności detaliczne. Bank charakteryzuje się niższymi niż średnie w sektorze współczynnikami kredyty/depozyty oraz koszty/dochodów oraz zadowalającym współczynnikiem wypłacalności. Obecnie bank jest w trakcie procesu sprzedaży przez obecnego akcjonariusza strategicznego, AIB, do Santander.

Ważne daty

09.11 - publikacja raportu za 3Q 2010

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

BZWB.WA; BZW.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Santander nowym właścicielem

Utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj na BZ WBK, podwyższając równocześnie naszą 9-miesięczną cenę docelową do 215,9 PLN, czyli do wysokości zapowiedzianej przez Santander ceny wezwania do sprzedaży 100% akcji (226,9 PLN) zdyskontowanej kosztem kapitału o 6 miesięcy. Zwracamy uwagę, że nasza wycena zawiera 10% premii przejściowej, bez jej uwzględnienia nasza wycena kształtowałaby się na poziomie 197,0 PLN. Uważamy, że wraz z upływem czasu cena akcji będzie konwergować do poziomu 226,90 PLN w momencie wezwania, którego oczekujemy na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2011. W naszej opinii akcjonariusze mniejszościowi BZ WBK powinni sprzedać swoje udziały w zapowiedzianym wezwaniu, ponieważ cena w wezwaniu będzie wyższa niż nasza wycena fundamentalna banku.

Santander zaoferował 226,9 PLN za akcję BZW, czyli 2009 P/BV 2,8x

Santander poinformował, że zamierza kupić pakiet kontrolny BZ WBK (70,36%) od AIB za 11 666 mln PLN (ok. 2 938 mln EUR). Transakcja będzie przeprowadzona w formie wezwania do sprzedaży 100% akcji, w ramach której AIB zbyje swój udział. Wartość transakcji implikuje, że Santander zapłaci 226,90 PLN za akcję BZ WBK. Czyli P/BV na poziomie 2,80x na 2009 i 2,57x na 2010, 44% powyżej średniej dla grupy porównawczej polskich banków.

Prognozujemy 1 048 mln PLN zysku, 12% poniżej konsensusu

W oparciu o nasze założenia odnośnie rozwoju sektora bankowego w Polsce oraz zakładając utrzymaniu przez BZ WBK dotychczasowego modelu biznesowego, oczekujemy, że zysk netto banku wzrośnie o 12% w 2011 do 1 048 mln PLN. W 2012 prognozujemy dynamikę na poziomie 18% R/R i wynik netto w wysokości 1 231 mln PLN. Ponieważ najprawdopodobniej prognozujemy, większą niż obecnie konsensus, presję na marżę odsetkową (w wyniku zawężania się marż na kredytach korporacyjnych), nasze obecne szacunki zysku na lata 2011-2012 są o 12% poniżej oczekiwań rynkowych.

Nasza wycena uwzględni 10% premię przejściową

Nasza obecna wycena fundamentalna banku wskazuje 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 197,0 PLN. Ponieważ spodziewamy się, że dojdzie do skutku wezwanie zapowiedziane przez Santander, wbudowujemy w wycenę 10% premii, jaką w naszej opinii zamierza zapłacić Santander również akcjonariuszom mniejszościowym.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 635	1 563	1 789	1 740	1 866
WNDB	3 190	3 239	3 465	3 438	3 626
Zysk operacyjny*	1 576	1 644	1 774	1 676	1 800
Zysk netto	855	886	934	1 048	1 231
Marża odsetkowa (%)	3,31	2,80	3,24	2,99	2,97
Koszty / Przychody (%)	51,2	49,7	49,1	51,5	50,6
ROE (%)	18,4	16,3	14,9	15,1	16,0
EPS (PLN)	11,72	12,13	12,78	14,34	16,85
BVPS (PLN)	68,15	81,12	90,05	99,92	111,03
DPS (PLN)**	0,00	4,00	4,47	5,74	7,58
P/E (x)	18,4	17,8	16,9	15,0	12,8
P/BV (x)	3,16	2,66	2,39	2,16	1,94
Stopa dywidendy (%)	0,0	1,9	2,1	2,7	3,5

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



BZ WBK: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	934	1 048	1 231	1 385	1 538	1 684	1 819	1 946	2 063	2 146		
Zmiana R/R (%)	5,4	12,2	17,5	12,5	11,0	9,5	8,0	7,0	6,0	4,0	4,0	
Kapitały własne	6 581	7 302	8 114	8 945	9 800	10 660	11 505	12 322	13 093	13 781		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	35,0	40,0	45,0	49,3	53,6	57,8	62,1	66,4	70,7	75,0	75,0	
ROE (%)	14,9	15,1	15,97	16,2	16,4	16,5	16,4	16,3	16,2	16,0	16,0	
Koszt kapitału własnego (%)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	4,4	4,6	5,5	5,7	5,9	6,0	5,9	5,8	5,7	5,5	5,5	
Zysk rezydualny	278	319	422	490	554	611	656	696	730	736	11 342	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	268	280	335	352	360	359	349	335	318	290	4 469	

Kapitały własne na koniec 2009	5 928
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	-292
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	11
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P	883
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P	2 362
Zdyskontowana wartość rezydualna	4 469
Wartość godziwa	13 361
Liczba akcji (mln)	73,1
Wartość godziwa na akcję (PLN)	183
9-miesięczna cena docelowa bez premii przejściowej (PLN)	197,0
Premia przejściowa (%)	10
9-miesięczna cena docelowa z premią przejściową (PLN)	215,9
Cena obecna (PLN)	215,4
Potencjał zmiany (%)	0,2

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

BZ WBK: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp
		14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	176	186	197	207	218	147	169	197	232	277
	-1,0pp 3,0%	181	193	205	217	229	150	174	205	245	300
	- 4,0%	188	202	216	230	244	154	181	216	264	334
	+1,0pp 5,0%	197	214	231	248	264	158	189	231	291	386
	+2,0pp 6,0%	211	232	253	273	294	164	200	253	334	481

Źródło: DI BRE Banku

BZ WBK: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 287	1 635	1 563	1 789	1 740	1 866
Wynik z prowizji	1 545	1 374	1 315	1 340	1 370	1 414
Wynik handlowy	109	181	361	336	328	345
Wynik na działalności bankowej	2 941	3 190	3 239	3 465	3 438	3 626
Pozostały przychody operacyjne netto	14	40	27	17	18	19
Przychody pozaodsetkowe	1 668	1 595	1 703	1 693	1 716	1 778
Przychody ogółem	2 955	3 230	3 266	3 482	3 456	3 645
Koszty osobowe	-843	-896	-889	-915	-959	-992
Amortyzacja	-135	-107	-123	-128	-134	-141
Pozostałe koszty administracyjne	-582	-651	-609	-665	-687	-711
Koszty operacyjne	-1 559	-1 655	-1 622	-1 708	-1 780	-1 845
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 395	1 576	1 644	1 774	1 676	1 800
Saldo rezerw	-4	-365	-481	-467	-291	-186
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	-1	0	1	1	1
Zysk brutto	1 391	1 211	1 163	1 308	1 386	1 615
Podatek dochodowy	-281	-256	-223	-306	-264	-309
Zyski udziałowców mniejszościowych	-156	-99	-54	-68	-74	-75
Zysk netto	955	855	886	934	1 048	1 231
Zyski zatrzymane	736	855	594	607	629	677

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

BZ WBK: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	25	27	-4	14	-3	7
Przychody pozaodsetkowe	25	-4	7	-1	1	4
Przychody ogółem	25	9	1	7	-1	5
Koszty operacyjne	21	6	-2	5	4	4
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	29	13	4	8	-6	7
Zysk netto	26	-10	4	5	12	18

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

BZ WBK: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,46	3,31	2,80	3,24	2,99	2,97
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,61	3,42	2,89	3,33	3,07	3,05
Spread odsetkowy	3,28	2,91	2,45	2,98	2,66	2,59
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	56,5	49,4	52,1	48,6	49,6	48,8
Koszty / Przychody	52,8	51,2	49,7	49,1	51,5	50,6
Koszty / Aktywa	4,19	3,35	2,91	3,09	3,06	2,94
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,02	1,23	1,38	1,34	0,79	0,46
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,2	21,2	19,2	23,4	19,1	19,1
ROE	23,0	18,4	16,3	14,9	15,1	16,0
ROA	2,57	1,73	1,59	1,69	1,80	1,96

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

BZ WBK: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 206	3 178	2 661	1 465	1 338	982
Należności od sektora finansowego	2 577	1 365	663	1 995	2 135	3 083
Kredyty i pożyczki	23 950	35 137	34 571	35 295	38 432	42 796
Dłużne papiery wartościowe	11 051	16 141	14 648	16 113	16 596	17 094
Akcje, udziały i inne inwestycje	13	72	82	82	84	87
Aktywa trwałe	543	637	596	537	510	535
Wartości niematerialne i prawne	115	174	182	163	163	168
Inne aktywa	863	728	663	773	787	803
Aktywa ogółem	41 319	57 433	54 065	56 423	60 046	65 548
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 484	5 338	5 350	5 350	5 617	5 898
Depozyty	29 766	42 811	41 223	41 861	44 601	49 110
Wyemitowane papiery wartościowe	355	222	33	53	53	53
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	400	400	400
Inne zobowiązania	2 373	4 089	1 531	2 179	2 073	1 973
Zobowiązania ogółem	36 977	52 461	48 137	49 842	52 744	57 434
Kapitały własne	4 342	4 973	5 928	6 581	7 302	8 114
Pasywa ogółem	41 319	57 433	54 065	56 423	60 046	65 548

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

BZ WBK: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	36	47	-2	2	9	11
Aktywa ogółem	25	39	-6	4	6	9
Depozyty	17	44	-4	2	7	10
Kapitały własne	10	15	19	11	11	11

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

BZ WBK: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	2,8	2,9	5,5	6,9	6,8	6,0
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	84,6	85,7	58,2	60,5	67,5	75,4
Kredyty / Aktywa	58,0	61,2	63,9	62,6	64,0	65,3
Depozyty / Aktywa	72,0	74,5	76,2	74,2	74,3	74,9
Kredyty / Depozyty	80,5	82,1	83,9	84,3	86,2	87,1
Kapitały własne / Aktywa	10,5	8,7	11,0	11,7	12,2	12,4
Współczynnik wypłacalności	13,3	10,7	12,9	14,6	14,8	14,8
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	13,3	10,1	12,2	13,0	13,4	13,5

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	10,11 PLN
Cena docelowa	10,40 PLN
Kapitalizacja	7,2 mld PLN
Free float	3,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	15,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu

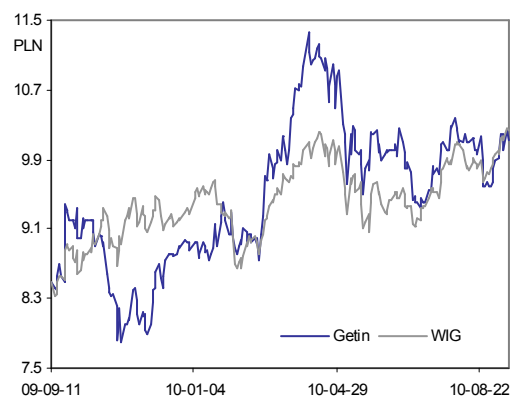
Leszek Czarniecki	55,7%
Pioneer FIO	7,6%
Pozostali	36,7%

Profil spółki

Getin Holding jest grupą spółek finansowych operujących głównie w Polsce, ale również z ekspozycją na rynek rosyjski, ukraiński, białoruski i rumuński. Głównym aktywem holdingu jest 94% udział w Getin Noble Banku, który powstał z fuzji Getin Banku (skupiający się na klientach detalicznych oferując im przede wszystkim kredyty hipoteczne oraz gotówkowe) oraz Noble Banku (bankowość prywatna oraz pośrednictwo finansowe). Holding posiada również prawie 100% udział w spółce z sektora ubezpieczeniowego TU Europa, specjalizującej się w produktach bancassurance. Trzecim istotnym aktywem jest spółka leasingowa w Rosji. Spółka charakteryzuje się najwyższą wśród banków giełdowych elastycznością kosztów i najniższym poziomem wskaźnika kosztów/dochodów.

Ważne daty

12.11 - publikacja raportu za 3Q 2010

Kurs akcji Getin Holding na tle WIG

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Getin Holding Trzymaj

GETI.WA; GTN PW

(Niezmieniona)

Koszty ryzyka pozostaną wysokie

Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj dla Getin Holdingu podnosząc 9-miesięczną cenę docelową do 10,4 PLN (10,34 PLN poprzednio). Przy obecnej wycenie na poziomie P/E 17,7x na 2010 i 14,3x na 2011, 5% powyżej średniej dla spółek porównywalnych, uważamy, że bilans ryzyk jest zrównoważony. Z jednej strony spółka ma największy potencjał poprawy marży depozytowej i w konsekwencji marży odsetkowej. Z drugiej, sądzymy, że jakość portfela kredytowego będzie nadal zachowywać się najgorzej wśród spółek przez nas analizowanych, przez co koszty ryzyka pozostaną znacznie wyższe niż średnia w sektorze, w długim terminie powyżej 200pb.

Widzimy największy potencjał odbicia w marży odsetkowej

Prognozujemy, że marża odsetkowa wzrośnie aż o 50pb. między 2010 a 2012, najwięcej wśród banków przez nas analizowanych. Z jednej strony zakładamy, że spółka odczuje relatywnie najmniejszą presję na marżę kredytową ze względu na największy udział kredytów detalicznych w kredytach ogółem (93%). Z drugiej strony, widzimy największą możliwość poprawy marży depozytowej. Getin ma aż 54% depozytów z terminem zapadalności powyżej 3 miesięcy, co oznacza, że będzie odnawiał swoje depozyty z opóźnieniem względem pozostałych banków.

Oczekujemy kosztów ryzyka powyżej 200pb. w długim terminie

Oczekujemy dalszego pogarszania się jakości kredytów, przede wszystkim hipotecznych i konsumpcyjnych. Sądzymy, że w długim terminie koszty ryzyka nie obniżą się poniżej 200-250pb z poziomu 420pb. zanotowanego w 1H 2010. Zwracamy uwagę, że udział rynkowy Getinu w sprzedaży nowych kredytów hipotecznych w latach 2007-2008 był 3,3x większy niż jego naturalny udział rynkowy. Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, uważamy, że koszty ryzyka w tym segmencie będą znacząco wyższe niż średnia rynkowa.

Prognozujemy zyski o 14-18% poniżej konsensusu na 2011-2012

Prognozujemy, że raportowane zyski w 2010 wzrosną o 42% R/R (skorygowane wyniosą tylko 216 mln PLN). W 2011 i 2012 oczekujemy dynamiki na poziomie 24% i 42% R/R, co przełoży się na zyski w wysokości 502 mln PLN i 711 mln PLN. Zwracamy uwagę, że nasze prognozy są znacząco poniżej oczekiwań rynkowych, 18% na 2011 i 14% na 2012.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 018	978	1 305	1 615	1 911
WNDB	2 030	2 094	2 456	2 751	3 087
Zysk operacyjny*	1 080	1 200	1 640	1 662	1 874
Zysk netto	509	276	406	502	711
Marża odsetkowa (%)	4,07	2,94	3,36	3,62	3,86
Koszty / Przychody (%)	42,2	41,8	36,8	39,7	39,6
ROE (%)	15,2	7,4	10,0	11,1	13,9
EPS (PLN)	0,72	0,39	0,57	0,70	1,00
BVPS (PLN)	5,06	5,38	5,97	6,68	7,68
DPS (PLN)**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (x)	14,1	26,0	17,7	14,3	10,1
P/BV (x)	2,00	1,88	1,69	1,51	1,32
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



Getin Holding: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	406	502	711	886	1 050	1 198	1 325	1 425	1 504	1 564		
Zmiana R/R (%)	47,1	23,7	41,6	24,6	18,6	14,1	10,6	7,6	5,5	4,0	4,0	
Kapitały własne	4 256	4 758	5 469	6 355	7 315	8 300	9 259	10 145	10 923	11 569		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	10,2	20,4	30,5	40,7	50,9	61,1	71,2	71,2	
ROE (%)	10,0	11,1	13,9	15,0	15,4	15,3	15,1	14,7	14,3	13,9	13,9	
Koszt kapitału własnego (%)	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	-1,0	0,1	2,9	4,0	4,4	4,4	4,1	3,7	3,3	2,9	2,9	
Zysk rezydualny	-39	7	149	236	299	340	360	359	346	327	4 680	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,78	0,71	0,64	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38	0,38	
Zdyskontowany zysk rezydualny	-37	6	117	167	190	195	186	167	145	124	1 768	

Kapitały własne na koniec 2009	3 830
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	21
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P	85
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P	1 173
Zdyskontowana wartość rezydualna	1 768
Wartość godziwa	6 877
Liczba akcji (mln)	712,4
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9,65
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	10,4
Cena obecna (PLN)	10,11
Potencjał zmiany (%)	2,9

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Getin Holding: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp
		11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	8,3	9,0	9,8	10,5	11,3	7,0	8,2	9,8	11,8	14,3
	-1,0pp 3,0%	8,4	9,2	10,1	10,9	11,8	7,0	8,3	10,1	12,3	15,3
	- 4,0%	8,5	9,4	10,4	11,4	12,4	7,0	8,5	10,4	13,0	16,7
	+1,0pp 5,0%	8,6	9,8	10,9	12,1	13,3	7,1	8,7	10,9	14,0	18,7
	+2,0pp 6,0%	8,8	10,2	11,6	13,1	14,5	7,2	9,0	11,6	15,6	22,2
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	8,3	9,0	9,8	10,5	11,3	7,0	8,2	9,8	11,8	14,3
	-1,0pp 3,0%	8,4	9,2	10,1	10,9	11,8	7,0	8,3	10,1	12,3	15,3
	- 4,0%	8,5	9,4	10,4	11,4	12,4	7,0	8,5	10,4	13,0	16,7
	+1,0pp 5,0%	8,6	9,8	10,9	12,1	13,3	7,1	8,7	10,9	14,0	18,7
	+2,0pp 6,0%	8,8	10,2	11,6	13,1	14,5	7,2	9,0	11,6	15,6	22,2

Źródło: DI BRE Banku

Getin Holding: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	561	1 018	978	1 305	1 615	1 911
Wynik z prowizji	257	242	443	455	462	470
Wynik handlowy	260	298	224	188	138	154
Wynik na działalności ubezpieczeniowej netto	258	472	450	508	536	552
Wynik na działalności bankowej	1 336	2 030	2 094	2 456	2 751	3 087
Pozostały przychody operacyjne netto	153	-164	-33	140	8	13
Przychody pozaodsetkowe	928	848	1 084	1 291	1 144	1 190
Przychody ogółem	1 489	1 866	2 061	2 596	2 759	3 100
Koszty osobowe	-277	-346	-363	-403	-474	-533
Amortyzacja	-38	-48	-63	-67	-73	-79
Pozostałe koszty administracyjne	-272	-393	-435	-486	-549	-615
Koszty operacyjne	-586	-787	-861	-956	-1 096	-1 227
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	903	1 080	1 200	1 640	1 662	1 874
Saldo rezerw	-104	-379	-842	-1 191	-961	-875
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	4	0	-1	0	0	0
Zysk brutto	802	701	358	449	701	999
Podatek dochodowy	-134	-140	-21	-4	-140	-200
Zyski udziałowców mniejszościowych	-42	-52	-60	-39	-59	-88
Zysk netto	626	509	276	406	502	711
Zyski zatrzymane	626	509	276	406	502	711

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Getin Holding: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	54	81	-4	34	24	18
Przychody pozaodsetkowe	188	-9	28	19	-11	4
Przychody ogółem	117	25	10	26	6	12
Koszty operacyjne	49	34	10	11	15	12
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	207	20	11	37	1	13
Zysk netto	291	-19	-46	47	24	42

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Getin Holding: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,66	4,07	2,94	3,36	3,62	3,86
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,95	4,38	3,14	3,58	3,84	4,07
Spread odsetkowy	3,34	3,28	2,31	3,10	3,37	3,57
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	62,3	45,5	52,6	49,7	41,5	38,4
Koszty / Przychody	39,4	42,2	41,8	36,8	39,7	39,6
Koszty / Aktywa	3,82	3,14	2,59	2,46	2,46	2,48
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	1,18	2,28	3,49	4,08	2,87	2,37
Efektywna stopa podatkowa (%)	16,7	20,0	6,0	1,0	20,0	20,0
ROE	24,3	15,2	7,4	10,0	11,1	13,9
ROA	4,08	2,03	0,83	1,04	1,13	1,43

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Getin Holding: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	263	632	935	1 043	1 164	1 287
Należności od sektora finansowego	3 690	3 199	1 762	3 645	4 852	5 979
Kredyty i pożyczki	11 444	21 876	26 382	31 935	35 085	38 802
Dłużne papiery wartościowe	1 879	3 435	4 106	3 079	3 233	3 395
Akcje, udziały i inne inwestycje	13	12	18	18	18	18
Aktywa trwałe	160	201	167	209	226	237
Wartości niematerialne i prawne	132	206	216	238	250	262
Inne aktywa	1 422	1 464	1 974	2 047	2 125	2 171
Aktywa ogółem	19 004	31 025	35 560	42 214	46 953	52 151
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 198	1 452	822	411	444	466
Depozyty	10 406	20 052	28 241	34 756	38 794	42 894
Wyemitowane papiery wartościowe	3 272	2 764	1 221	977	1 172	1 406
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	1 023	3 162	1 446	1 815	1 785	1 915
Zobowiązania ogółem	15 899	27 430	31 731	37 958	42 195	46 682
Kapitały własne	3 105	3 594	3 830	4 256	4 758	5 469
Pasywa ogółem	19 004	31 025	35 560	42 214	46 953	52 151

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Getin Holding: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	84	91	21	21	10	11
Aktywa ogółem	63	63	15	19	11	11
Depozyty	58	93	41	23	12	11
Kapitały własne	51	16	7	11	12	15

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Getin Holding: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	5,7	4,5	7,7	11,3	12,5	12,9
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	89,5	88,4	76,5	72,0	78,0	83,0
Kredyty / Aktywa	60,2	70,5	74,2	75,7	74,7	74,4
Depozyty / Aktywa	54,8	64,6	79,4	82,3	82,6	82,2
Kredyty / Depozyty	110,0	109,1	93,4	91,9	90,4	90,5
Kapitały własne / Aktywa	16,3	11,6	10,8	10,1	10,1	10,5
Współczynnik wypłacalności	12,1	12,2	11,1	10,2	10,7	11,3
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,1	12,2	11,1	10,2	10,7	11,3

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	80,25 PLN
Cena docelowa	87,00 PLN
Kapitalizacja	10,5 mld PLN
Free float	2,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	8,4 mln PLN

Struktura akcjonariatu

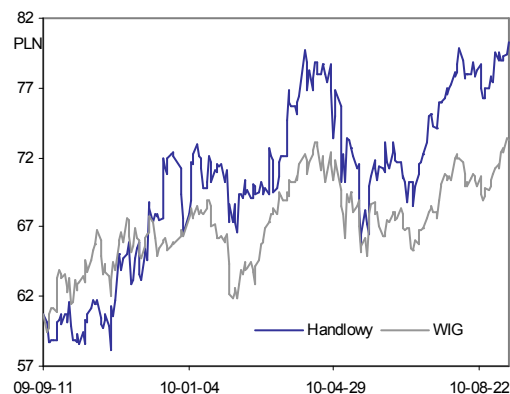
Citigroup	75,0%
Pozostali	25,0%

Profil spółki

Handlowy jest ósmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach ok. 3,5%. Spółka koncentruje się na obsłudze dużych, międzynarodowych klientów korporacyjnych, co jest odzwierciedlone w dominacji segmentu korporacyjnego zarówno w depozytach i kredytach banku. W segmencie detalicznym bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Handlowy jest jednym z najlepiej dekapitalizowanych banków giełdowych z współczynnikiem wypłacalności powyżej 17%. W 2012 bank zamierza osiągnąć ROE powyżej 18% przy ROA na poziomie przynajmniej 2,5% i wskaźniki koszty/dochody poniżej 50%.

Ważne daty

09.11 - publikacja raportu za 3Q 2010

Kurs akcji Handlowy na tle WIG

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Handlowy Akumuluj

BAHA.WA; BHW.PW

(Obniżona)

Największa delta spadku salda rezerw

Mimo, że obniżamy naszą rekomendację na Bank Handlowy do Akumuluj, utrzymujemy naszą relatywnie pozytywną opinię na walory banku i wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 87,0 PLN (87,1 PLN poprzednio). Uważamy, że Handlowy jako jeden z pierwszych banków może odnotować skokową poprawę wskaźników jakości portfela kredytowego i przez to spadek salda rezerw, co w naszej opinii nie jest jeszcze odzwierciedlone w rynkowym konsensusie zysków oraz obecnej wycenie. Bank handluje się na P/E na poziomie 14,6x na 2010 i 11,8x na 2011, z 15-16% dyskontem do średniej spółek porównywalnych. Dodatkowo, walory spółki oferują wysoką stopę dywidendy—4,8%.

Oczekujemy presji na marżę i płaskiego wyniku odsetkowego w 2011

Oczekujemy, że po tym jak marża odsetkowa poprawi się w 2010 do 3,9% , następnie spadnie o 10pb. R/R w 2011. Mimo, że spodziewamy się poprawy marży depozytowej na rachunkach bieżących w związku ze wzrostem rynkowych stóp procentowych, prognozujemy, że presja na marżę po aktywach będzie odgrywała ważniejszą rolę. W naszej opinii, spółka nie tylko doświadczy znacznej presji na marżę kredytowe (w związku z 52% udziałem kredytów korporacyjnych w strukturze portfela, 11pp. powyżej średniej dla spółek porównywalnych), ale również znacząco spadnie marża na portfelu dłużnych papierów wartościowych. Nasze konserwatywne założenia przekładają się na płaski R/R wynik odsetkowy w 2011.

Spodziewamy się znaczącej poprawy jakości aktywów

Po tym jak w 2009 wskaźnik udziału kredytów z utratą wartości wzrósł o 444pb. R/R, a bank spisał ponad 4% swojego portfela kredytów, uważamy, że Handlowy ma największy potencjał spadku, zarówno udziału kredytów z utratą wartości jak i kosztów ryzyka w latach 2011-2012. Wynika to z naszego założenia, że jakość kredytów korporacyjnych będzie poprawiać się najszybciej, a później w kredytach konsumpcyjnych. Prognozujemy, że koszty ryzyka obniżą się z 229pb. w 2010 do 55pb. w 2012.

Prognozujemy zyski o 9-16% wyższe od konsensusu rynkowego

Pomimo konserwatywnych założeń odnośnie marży odsetkowej, nasze prognozy zysku na lata 2010-2012 są o 9-16% powyżej obecnego konsensusu rynkowego. W naszej opinii, rynek nie doszacowuje potencjału poprawy jakości kredytów i w konsekwencji spadku kosztów ryzyka.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 366	1 505	1 504	1 551	1 715
WNDB	2 313	2 418	2 542	2 672	2 888
Zysk operacyjny*	910	1 201	1 174	1 257	1 407
Zysk netto	600	504	716	890	1 065
Marża odsetkowa (%)	3,35	3,75	3,88	3,77	3,93
Koszty / Przychody (%)	62,2	53,5	54,2	53,6	51,9
ROE (%)	10,7	8,5	11,3	13,3	15,0
EPS (PLN)	4,60	3,86	5,48	6,81	8,15
BVPS (PLN)	43,06	47,45	49,74	52,71	56,10
DPS (PLN)**	0,00	3,77	3,83	4,77	5,71
P/E (x)	17,5	20,8	14,6	11,8	9,8
P/BV (x)	1,86	1,69	1,61	1,52	1,43
Stopa dywidendy (%)	0,0	4,7	4,8	5,9	7,1

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



Handlowy: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	716	890	1 065	1 133	1 200	1 265	1 328	1 390	1 450	1 508		
Zmiana R/R (%)	41,9	24,3	19,7	6,4	5,8	5,4	5,0	4,6	4,3	4,0	4,0	
Kapitały własne	6 499	6 887	7 330	7 718	8 118	8 532	8 957	9 392	9 836	10 288		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	70,0	70,0	70,0	70,5	70,9	71,4	71,9	72,4	72,8	73,3	73,3	
ROE (%)	11,3	13,3	15,0	15,1	15,1	15,2	15,2	15,1	15,1	15,0	15,0	
Koszt kapitału własnego (%)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	0,8	2,8	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	
Zysk rezydualny	50	187	319	344	369	391	411	427	441	452	6 957	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	48	164	253	247	239	230	218	205	192	178	2 741	
Kapitały własne na koniec 2009												6 199
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-493
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												76
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P												465
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P												1 510
Zdyskontowana wartość rezydualna												2 741
Wartość godziwa												10 499
Liczba akcji (mln)												130,7
Wartość godziwa na akcję (PLN)												80,4
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												87,0
Cena obecna (PLN)												80,25
Potencjał zmiany (%)												8,4

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Handlowy: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału							
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp			
		13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%			
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp	2,0%	73	77	81	85	89	-2,0pp	2,0%	62	70	81	93	110
	-1,0pp	3,0%	74	79	83	88	92	-1,0pp	3,0%	63	72	83	98	118
	-	4,0%	76	81	87	92	97	-	4,0%	64	74	87	104	129
	+1,0pp	5,0%	78	85	91	98	104	+1,0pp	5,0%	65	76	91	113	146
	+2,0pp	6,0%	82	90	98	106	114	+2,0pp	6,0%	67	80	98	127	178

Źródło: DI BRE Banku

Handlowy: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 204	1 366	1 505	1 504	1 551	1 715
Wynik z prowizji	737	619	556	636	700	733
Wynik handlowy	506	328	357	402	421	440
Wynik na działalności bankowej	2 447	2 313	2 418	2 542	2 672	2 888
Pozostały przychody operacyjne netto	66	93	161	19	37	38
Przychody pozaodsetkowe	1 308	1 040	1 074	1 058	1 158	1 211
Przychody ogółem	2 513	2 405	2 580	2 561	2 709	2 926
Koszty osobowe	-704	-697	-646	-673	-709	-748
Amortyzacja	-109	-97	-79	-65	-67	-69
Pozostałe koszty administracyjne	-709	-702	-654	-649	-675	-702
Koszty operacyjne	-1 523	-1 496	-1 379	-1 387	-1 451	-1 519
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	990	910	1 201	1 174	1 257	1 407
Saldo rezerw	53	-153	-546	-268	-145	-75
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	-9	3	0	0	0	0
Zysk brutto	1 034	759	655	906	1 112	1 331
Podatek dochodowy	-210	-159	-151	-190	-222	-266
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	824	600	504	716	890	1 065
Zyski zatrzymane	204	600	12	215	267	319

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Handlowy: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	17	13	10	0	3	11
Przychody pozaodsetkowe	2	-21	3	-2	9	5
Przychody ogółem	9	-4	7	-1	6	8
Koszty operacyjne	1	-2	-8	1	5	5
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	24	-8	32	-2	7	12
Zysk netto	25	-27	-16	42	24	20

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Handlowy: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,22	3,35	3,75	3,88	3,77	3,93
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,49	3,60	4,05	4,21	4,08	4,24
Spread odsetkowy	2,77	2,63	3,45	3,75	3,54	3,58
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	52,1	43,2	41,6	41,3	42,7	41,4
Koszty / Przychody	60,6	62,2	53,5	54,2	53,6	51,9
Koszty / Aktywa	4,07	3,67	3,44	3,58	3,53	3,48
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	-0,46	1,16	4,22	2,29	1,20	0,55
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,3	20,9	23,0	21,0	20,0	20,0
ROE	15,0	10,7	8,5	11,3	13,3	15,0
ROA	2,20	1,47	1,26	1,84	2,16	2,44

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Handlowy: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 322	3 531	4 113	1 040	760	460
Należności od sektora finansowego	8 719	3 696	4 803	3 878	5 084	6 368
Kredyty i pożyczki	12 487	13 886	11 975	11 458	12 743	14 495
Dłużne papiery wartościowe	11 603	18 700	13 687	20 531	20 531	20 531
Akcje, udziały i inne inwestycje	80	68	81	81	81	81
Aktywa trwałe	613	572	505	480	494	509
Wartości niematerialne i prawne	38	37	37	33	31	32
Inne aktywa	2 047	2 061	2 432	2 479	2 532	2 566
Aktywa ogółem	38 908	42 550	37 633	39 981	42 257	45 043
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 085	7 922	5 716	6 001	6 302	6 617
Depozyty	19 811	19 935	20 572	20 803	21 726	23 022
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	6 408	9 067	5 146	6 677	7 343	8 074
Zobowiązania ogółem	33 305	36 925	31 434	33 482	35 370	37 713
Kapitały własne	5 603	5 626	6 199	6 499	6 887	7 330
Pasywa ogółem	38 908	42 550	37 633	39 981	42 257	45 043

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Handlowy: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	22	11	-14	-4	11	14
Aktywa ogółem	8	9	-12	6	6	7
Depozyty	5	1	3	1	4	6
Kapitały własne	3	0	10	5	6	6

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Handlowy: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	12,3	12,2	16,7	18,4	17,4	15,3
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	80,5	74,3	64,4	65,5	68,5	72,0
Kredyty / Aktywa	32,1	32,6	31,8	28,7	30,2	32,2
Depozyty / Aktywa	50,9	46,9	54,7	52,0	51,4	51,1
Kredyty / Depozyty	63,0	69,7	58,2	55,1	58,7	63,0
Kapitały własne / Aktywa	14,4	13,2	16,5	16,3	16,3	16,3
Współczynnik wypłacalności	12,9	12,1	16,7	15,8	15,5	15,2
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,9	12,1	16,7	15,8	15,5	15,2

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	800,00 PLN
Cena docelowa	815,00 PLN
Kapitalizacja	10,4 mld PLN
Free float	2,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,7 mln PLN

Struktura akcjonariatu

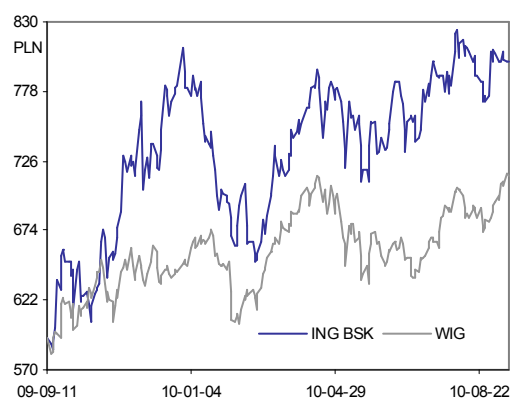
ING	75,0%
Pozostali	25,0%

Profil spółki

ING Bank Śląski jest czwartym bankiem w Polsce pod względem aktywów z udziałem rynkowym na poziomie ok. 5,5%. Bank posiada szeroką ofertę produktową zarówno skierowaną do klientów detalicznych jak i korporacyjnych. Spółka charakteryzuje się najniższym wśród banków giełdowych wskaźnikiem kredyty/depozyty, poniżej 70%. Nadwyżki płynnościowe lokowane są w papiery dłużne, głównie obligacje rządowe. Baza depozytowa zdominowana jest przez oszczędności detaliczne. W portfelu kredytowym dominują kredyty korporacyjne, chociaż spółka stopniowo zdobywa udziały rynkowe w kredytach detalicznych.

Ważne daty

10.11.2010 - publikacja raportu za 3Q 2010
16.02.2011 - publikacja raportu za 4Q 2010
31.03.2011 - publikacja raportu rocznego za 2010

Kurs akcji ING BSK na tle WIG

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 7
Iza.Rokicka@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

ING BSK

SLAS.WA; BSK PW

Trzymaj

(Wznowiona)

Najtańszy, ale są ku temu powody

Wznawiamy rekomendowanie akcji ING BSK z rekomendacją Trzymaj i 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 815,0 PLN. Chociaż bank jest notowany z dyskontem na P/E względem spółek porównywalnych, jego wartość spada z 22% w 2010 do 12% w 2011. Oczekujemy, że bank dostarczy najniższą dynamikę zysków w latach 2011-2012, co wynika z relatywnie ograniczonych możliwości spadku rezerw. Ponadto, w naszych prognozach bierzemy pod uwagę fakt, że w środowisku rosnących stóp procentowych, bank ze swoim portfelem papierów dłużnych będzie poprawiał marżę depozytową wolniej niż średnia w sektorze. W konsekwencji uważamy, że obecna wycena rynkowa banku jest bliska jego wartości godziwej.

Tempo poprawy marży z 2010 nie zostanie podtrzymane w 2011

Oczekujemy, że tempo poprawy marży odsetkowej obserwowanej w tym roku nie zostanie utrzymane w 2011. Chociaż zakładamy, że bank będzie dalej zwiększał swój wskaźnik kredyty/depozyty i przez to będzie rósł udział kredytów w aktywach banku kosztem papierów dłużnych, oczekujemy presji na marżę kredytów korporacyjnych, co przełoży się na niższą marżę na aktywach pracujących. Z drugiej strony, mimo, że prognozujemy poprawę marży depozytowej, jej potencjał zmiany w naszej opinii jest poniżej średniej dla sektora i wynika ze sposobu inwestowania nadwyżki płynnościowej banku. W środowisku rosnących stóp procentowych, marża depozytowa poprawia się w relatywnie mniejszej skali i z opóźnieniem ok. jednego-dwóch kwartałów względem średniej w sektorze.

Jakość portfela kredytowego będzie utrzymana na wysokim poziomie

Uważamy, że jakość portfela kredytowego ING BSK zostanie utrzymana na wysokim poziomie, a koszty ryzyka pozostaną znacznie poniżej średniej dla sektora. Niestety oznacza to, że oczekiwana delta poprawy kosztów ryzyka jest poniżej średniej dla sektora. Prognozujemy, że obniżą się tylko o 21pb. między 2010 a 2012 (z 56pb. do 35pb.), w porównaniu do 64pb. oczekiwanych średnio w sektorze.

Dynamika wzrostu zysków poniżej średniej w sektorze

Prognozujemy, że niższe niż średnia w sektorze tempo poprawy salda rezerw, przełoży się na niższą dynamikę wzrostu zysków w przypadku ING BSK względem sektora. Oczekujemy, że wynik netto poprawi się w 2011 o 10% R/R do 847 mln PLN i o kolejne 13% R/R w 2012 do 957 mln PLN.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 253	1 417	1 607	1 676	1 756
WNDB	2 060	2 488	2 652	2 770	2 896
Zysk operacyjny*	580	991	1 096	1 186	1 290
Zysk netto	445	595	770	847	957
Marża odsetkowa (%)	2,06	2,19	2,66	2,71	2,74
Koszty / Przychody (%)	72,2	60,0	59,1	57,6	55,9
ROE (%)	11,1	13,1	14,6	14,2	14,5
EPS (PLN)	34,24	45,74	59,17	65,13	73,57
BVPS (PLN)	324,53	375,43	436,65	481,08	531,85
DPS (PLN)	0,00	0,00	20,71	22,80	25,75
P/E (x)	23,4	17,5	13,5	12,3	10,9
P/BV (x)	2,47	2,13	1,83	1,66	1,50
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	2,6	2,8	3,2

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



ING BSK: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	770	847	957	1 069	1 184	1 299	1 412	1 521	1 623	1 688		
Zmiana R/R (%)	29,4	10,1	13,0	11,7	10,7	9,7	8,7	7,7	6,7	4,0	4,0	
Kapitały własne	5 681	6 259	6 919	7 654	8 406	9 164	9 912	10 637	11 320	11 919		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	35,0	35,0	35,0	40,4	45,7	51,1	56,4	61,8	67,1	72,5	72,5	
ROE (%)	14,6	14,2	14,5	14,7	14,7	14,8	14,8	14,8	14,8	14,5	14,5	
Koszt kapitału własnego (%)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	4,1	3,7	4,0	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,0	4,0	
Zysk rezydualny	215	221	266	305	341	377	411	443	471	469	7 217	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	208	193	211	218	221	221	218	213	205	185	2 844	

Kapitały własne na koniec 2009	4 884
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	27
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P	612
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P	1 482
Zdyskontowana wartość rezydualna	2 844
Wartość godziwa	9 850
Liczba akcji (mln)	13,0
Wartość godziwa na akcję (PLN)	757
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	815
Cena obecna (PLN)	800,00
Potencjał zmiany (%)	1,9

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

ING BSK: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp
		12,5%	13,5%	14,5%	15,5%	16,5%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	660	710	755	800	850	560	645	755	890	1 075
	-1,0pp 3,0%	675	725	780	835	890	565	660	780	940	1 155
	- 4,0%	690	755	815	880	940	575	680	815	1 005	1 275
	+1,0pp 5,0%	715	790	865	940	1 015	585	705	865	1 095	1 460
	+2,0pp 6,0%	750	845	935	1 025	1 115	600	735	935	1 245	1 800
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	660	710	755	800	850	560	645	755	890	1 075
	-1,0pp 3,0%	675	725	780	835	890	565	660	780	940	1 155
	- 4,0%	690	755	815	880	940	575	680	815	1 005	1 275
	+1,0pp 5,0%	715	790	865	940	1 015	585	705	865	1 095	1 460
	+2,0pp 6,0%	750	845	935	1 025	1 115	600	735	935	1 245	1 800

Źródło: DI BRE Banku

ING BSK: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 048	1 253	1 417	1 607	1 676	1 756
Wynik z prowizji	899	890	964	973	1 018	1 061
Wynik handlowy	62	-82	107	72	76	79
Wynik na działalności bankowej	2 009	2 060	2 488	2 652	2 770	2 896
Pozostały przychody operacyjne netto	12	27	-10	26	28	29
Przychody pozaodsetkowe	973	835	1 062	1 071	1 121	1 170
Przychody ogółem	2 021	2 087	2 478	2 679	2 798	2 926
Koszty osobowe	-700	-783	-717	-750	-774	-791
Amortyzacja	-155	-134	-124	-119	-123	-126
Pozostałe koszty administracyjne	-525	-591	-647	-714	-716	-719
Koszty operacyjne	-1 381	-1 507	-1 488	-1 583	-1 612	-1 636
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	640	580	991	1 096	1 186	1 290
Saldo rezerw	103	-66	-304	-179	-173	-142
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	44	48	52	39	46	49
Zysk brutto	787	563	738	956	1 059	1 196
Podatek dochodowy	-150	-118	-143	-186	-212	-239
Zyski udziałowców mniejszościowych	-6	0	0	0	0	0
Zysk netto	631	445	595	770	847	957
Zyski zatrzymane	479	445	595	500	551	622

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku
ING BSK: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	12	20	13	13	4	5
Przychody pozaodsetkowe	17	-14	27	1	5	4
Przychody ogółem	14	3	19	8	4	5
Koszty operacyjne	13	9	-1	6	2	1
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	17	-9	71	11	8	9
Zysk netto	7	-29	34	29	10	13

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku
ING BSK: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,09	2,06	2,19	2,66	2,71	2,74
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,14	2,11	2,24	2,73	2,78	2,81
Spread odsetkowy	1,93	1,87	2,05	2,52	2,52	2,49
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	48,1	40,0	42,8	40,0	40,1	40,0
Koszty / Przychody	68,3	72,2	60,0	59,1	57,6	55,9
Koszty / Aktywa	2,75	2,48	2,30	2,62	2,61	2,55
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	-0,70	0,31	1,08	0,56	0,49	0,35
Efektywna stopa podatkowa (%)	19,1	20,9	19,4	19,5	20,0	20,0
ROE	16,6	11,1	13,1	14,6	14,2	14,5
ROA	1,26	0,73	0,92	1,27	1,37	1,49

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

ING BSK: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 842	1 370	2 657	1 394	1 187	987
Należności od sektora finansowego	15 184	7 787	1 184	1 819	1 846	1 921
Kredyty i pożyczki	16 379	25 743	30 593	33 245	37 669	42 934
Dłużne papiery wartościowe	17 296	33 180	24 001	23 000	20 500	18 000
Akcje, udziały i inne inwestycje	97	107	116	139	143	147
Aktywa trwałe	533	544	549	549	560	571
Wartości niematerialne i prawne	95	92	104	107	110	112
Inne aktywa	585	787	681	700	712	724
Aktywa ogółem	52 011	69 610	59 883	60 952	62 725	65 396
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 810	11 993	3 974	4 172	4 256	4 256
Depozyty	44 502	47 067	47 585	46 457	47 461	49 360
Wyemitowane papiery wartościowe	1 215	5 147	2 192	3 069	3 130	3 193
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	645	1 182	1 249	1 573	1 620	1 668
Zobowiązania ogółem	48 172	65 388	54 999	55 271	56 466	58 477
Kapitały własne	3 839	4 222	4 884	5 681	6 259	6 919
Pasywa ogółem	52 011	69 610	59 883	60 952	62 725	65 396

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku
ING BSK: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	26	57	19	9	13	14
Aktywa ogółem	7	34	-14	2	3	4
Depozyty	15	6	1	-2	2	4
Kapitały własne	2	10	16	16	10	11

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku
ING BSK: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	3,0	1,9	3,7	4,2	4,0	3,5
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	110,5	100,0	75,7	75,0	79,0	90,0
Kredyty / Aktywa	31,5	37,0	51,1	54,5	60,1	65,7
Depozyty / Aktywa	85,6	67,6	79,5	76,2	75,7	75,5
Kredyty / Depozyty	36,8	54,7	64,3	71,6	79,4	87,0
Kapitały własne / Aktywa	7,4	6,1	8,2	9,3	10,0	10,6
Współczynnik wypłacalności	13,1	10,4	12,0	11,5	11,7	11,8
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	13,1	10,4	12,0	11,5	11,7	11,8

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	15,49 PLN
Cena docelowa	15,20 PLN
Kapitalizacja	4,2 mld PLN
Free float	0,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu

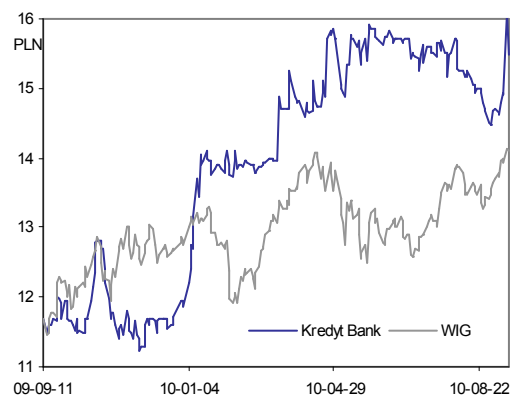
KBC Bank	80,0%
Pioneer	7,4%
KBC Securities	4,3%
KBC Insurance	2,9%
Pozostali	5,4%

Profil spółki

Kredyt Bank jest siódmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach ok. 3,5%. W strukturze zarówno depozytów jak i kredytów dominuje segment detaliczny. Kredyty hipoteczne są odpowiedzialne za ponad połowę portfela kredytowego banku, z czego ok. 70% stanowią kredyty walutowe. Pod koniec 2008 rozpoczął proces restrukturyzacji kosztowej, która pozwoliła obniżyć wskaźnik koszty/dochody poniżej 60%. Ponadto bank sprzedał swojego pośrednika produktów consumer finance, Żagiel. Spółka posiłkuje się finansowaniem z grupy KBC, zarówno w formie długu podporządkowanego jak i linii kredytowych.

Ważne daty

10.11.2010 - publikacja raportu za 3Q 2010
10.02.2011 - publikacja raportu za 4Q 2010
25.02.2011 - publikacja raportu rocznego za 2010

Kurs akcji Kredyt Banku na tle WIG

Iza Rokicka

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

Kredyt Bank Trzymaj

BKRE.WA; KRB PW

(Niezmieniona)

Problemy z aktywizacją przychodów

Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj na walory Kredyt Banku, obniżając cenę docelową do poziomu 15,20 PLN (- 1%). Mimo tego, że spółka z sukcesem realizuje restrukturyzację kosztową, obniżając współczynnik koszty/dochody do 57,3% w 1H 2010 względem 67,5% w roku 2008, w naszej opinii Kredyt Bank boryka się z aktywizacją strony przychodowej. Naszym zdaniem, rozczarowujący jest przede wszystkim wynik prowizyjny, który miał być głównym motorem wzrostu. Kredyt Bank wyceniany jest na P/E na poziomie 21,2x na 2010, 29% powyżej średniej, który spada do 13,4x na 2011, 3% poniżej spółek porównywalnych.

Prognozujemy spadek marży odsetkowej w 2011

Prognozujemy, że marża odsetkowa w Kredyt Banku pogorszy się w 2011 i ustabilizuje się w 2012 na poziomie ok. 2,6-2,7%. Uważamy, że spodziewana poprawa marży depozytowej wynikająca ze wzrostu stóp procentowych zostanie więcej niż zneutralizowana przez presję na marżę kredytową. W przypadku Kredyt Banku oczekujemy nie tylko presji wynikającej z nowej, relatywnie niższej rentownej sprzedaży kredytów, ale również wynikającej z wygasającego wysoko-marżowego portfela kredytowego zbudowanego przez Żagiel. Zakładamy, że wygasający portfel Żagla przestanie istotnie wpływać na wynik odsetkowy od ok. 2-3Q 2011.

Dostrzegamy ryzyka w jakości portfela kredytów hipotecznych

Po tym jak Kredyt Bank spisał 12,7% swojej książki kredytów konsumpcyjnych netto w 2009 (co odpowiadało za 77% salda rezerw w całym roku), uważamy, że segment ten nie będzie już zaskakiwał *in minus*, co przełoży się na spadek kosztów ryzyka w 2010 o 140pb. R/R do 164pb. Obecnie dostrzegamy ryzyka związane z portfelem kredytów hipotecznych. Udział rynkowy Kredyt Banku w sprzedaży kredytów hipotecznych w latach 2007-2008 był średnio 2,6x większy niż jego naturalny udział rynkowy. Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, Kredyt Bank może mieć wyższe koszty ryzyka w tym segmencie niż średnia rynkowa.

Oczekujemy 314 mln PLN zysku w 2011, 4% poniżej konsensusu

Oczekujemy 199 mln PLN zysku netto w tym roku, 314 mln PLN w 2011 (+58% R/R) oraz 440 mln PLN w 2012 (+40% R/R). Zwracamy uwagę, że nasze prognozy są o 14% wyższe niż konsensus na 2010 i aż o 27% na 2012.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	1 060	1 061	1 121	1 196	1 258
WNDB	1 586	1 530	1 572	1 670	1 761
Zysk operacyjny*	531	848	690	744	784
Zysk netto	325	35	199	314	440
Marża odsetkowa (%)	3,22	2,73	2,71	2,66	2,64
Koszty / Przychody (%)	67,5	54,7	57,3	56,5	56,5
ROE (%)	13,2	1,3	7,3	10,4	13,0
EPS (PLN)	1,20	0,13	0,73	1,16	1,62
BVPS (PLN)	9,74	9,53	10,50	11,66	13,28
DPS (PLN)**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (x)	13,0	121,8	21,2	13,4	9,6
P/BV (x)	1,59	1,63	1,48	1,33	1,17
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



Kredyt Bank: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	199	314	440	519	598	675	748	814	870	905		
Zmiana R/R (%)	475,4	57,9	40,2	17,8	15,3	12,8	10,8	8,8	6,8	4,0	4,0	
Kapitały własne	2 853	3 167	3 607	4 126	4 673	5 230	5 778	6 296	6 763	7 151		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	9,9	19,8	29,7	39,6	49,5	59,3	69,2	69,2	
ROE (%)	7,3	10,4	13,0	13,4	13,6	13,6	13,6	13,5	13,3	13,0	13,0	
Koszt kapitału własnego (%)	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	-3,7	-0,6	2,0	2,4	2,6	2,6	2,6	2,5	2,3	2,0	2,0	
Zysk rezydualny	-100	-17	68	94	115	131	143	151	152	140	2 001	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,78	0,71	0,64	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38	0,38	
Zdyskontowany zysk rezydualny	-97	-15	53	66	73	75	74	70	64	53	756	
Kapitały własne na koniec 2009												2 589
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												65
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P												-58
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P												475
Zdyskontowana wartość rezydualna												756
Wartość godziwa												3 827
Liczba akcji (mln)												271,7
Wartość godziwa na akcję (PLN)												14,1
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												15,2
Cena obecna (PLN)												15,49
Potencjał zmiany (%)												-1,9

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Kredyt Bank: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału							
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp			
		11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%			
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp	2,0%	12,1	13,3	14,5	15,8	17,0	-2,0pp	2,0%	10,3	12,2	14,5	17,5	21,4
	-1,0pp	3,0%	12,0	13,4	14,8	16,2	17,6	-1,0pp	3,0%	10,2	12,3	14,8	18,2	22,7
	-	4,0%	12,0	13,6	15,2	16,8	18,4	-	4,0%	10,2	12,4	15,2	19,1	24,5
	+1,0pp	5,0%	12,0	13,9	15,8	17,7	19,6	+1,0pp	5,0%	10,1	12,5	15,8	20,3	27,2
	+2,0pp	6,0%	11,9	14,3	16,6	18,8	21,1	+2,0pp	6,0%	10,1	12,8	16,6	22,2	31,7

Źródło: DI BRE Banku

Kredyt Bank: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	871	1 060	1 061	1 121	1 196	1 258
Wynik z prowizji	310	293	304	322	340	363
Wynik handlowy	181	233	165	129	133	139
Wynik na działalności bankowej	1 362	1 586	1 530	1 572	1 670	1 761
Pozostały przychody operacyjne netto	28	50	341	44	42	41
Przychody pozaodsetkowe	519	576	810	495	515	543
Przychody ogółem	1 390	1 636	1 871	1 615	1 712	1 802
Koszty osobowe	-490	-536	-454	-413	-436	-461
Amortyzacja	-111	-104	-115	-103	-106	-109
Pozostałe koszty administracyjne	-374	-465	-455	-410	-426	-447
Koszty operacyjne	-975	-1 105	-1 023	-926	-968	-1 018
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	415	531	848	690	744	784
Saldo rezerw	85	-108	-803	-437	-354	-236
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	2	-2	2	2	2	3
Zysk brutto	502	421	47	255	393	551
Podatek dochodowy	-111	-96	-12	-56	-79	-110
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	391	325	35	199	314	440
Zyski zatrzymane	249	325	35	199	314	440

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Kredyt Bank: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	12	22	0	6	7	5
Przychody pozaodsetkowe	18	11	41	-39	4	5
Przychody ogółem	14	18	14	-14	6	5
Koszty operacyjne	5	13	-7	-10	5	5
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	43	28	60	-19	8	5
Zysk netto	-17	-17	-89	475	58	40

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Kredyt Bank: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,53	3,22	2,73	2,71	2,66	2,64
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,68	3,32	2,80	2,77	2,72	2,69
Spread odsetkowy	3,38	2,90	2,50	2,58	2,50	2,43
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	37,3	35,2	43,3	30,6	30,1	30,2
Koszty / Przychody	70,1	67,5	54,7	57,3	56,5	56,5
Koszty / Aktywa	3,95	3,35	2,63	2,24	2,15	2,14
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	-0,60	0,50	3,04	1,64	1,26	0,79
Efektywna stopa podatkowa (%)	22,2	22,8	25,9	22,0	20,0	20,0
ROE	17,9	13,2	1,3	7,3	10,4	13,0
ROA	1,58	0,99	0,09	0,48	0,70	0,92

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku



Kredyt Bank: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	612	828	1 175	1 076	882	645
Należności od sektora finansowego	2 454	339	188	2 261	3 920	5 431
Kredyty i pożyczki	16 622	26 733	26 054	27 220	28 763	30 970
Dłużne papiery wartościowe	6 442	9 859	10 696	12 301	11 686	11 102
Akcje, udziały i inne inwestycje	12	10	12	14	14	14
Aktywa trwałe	396	422	354	283	288	294
Wartości niematerialne i prawne	67	61	51	41	42	43
Inne aktywa	522	479	547	578	595	610
Aktywa ogółem	27 128	38 731	39 077	43 774	46 191	49 109
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 403	13 238	12 403	12 031	11 670	11 320
Depozyty	17 089	20 275	22 469	26 906	29 386	32 228
Wyemitowane papiery wartościowe	50	9	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	394	280	806	870	870	870
Inne zobowiązania	916	2 283	810	1 114	1 099	1 084
Zobowiązania ogółem	24 852	36 085	36 488	40 921	43 025	45 502
Kapitały własne	2 276	2 646	2 589	2 853	3 167	3 607
Pasywa ogółem	27 128	38 731	39 077	43 774	46 191	49 109

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Kredyt Bank: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	44	61	-3	4	6	8
Aktywa ogółem	22	43	1	12	6	6
Depozyty	10	19	11	20	9	10
Kapitały własne	9	16	-2	10	11	14

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Kredyt Bank: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	6,5	4,9	8,6	10,3	10,6	10,5
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	73,0	68,7	66,3	66,0	70,5	73,1
Kredyty / Aktywa	61,3	69,0	66,7	62,2	62,3	63,1
Depozyty / Aktywa	63,0	52,3	57,5	61,5	63,6	65,6
Kredyty / Depozyty	97,3	131,9	116,0	101,2	97,9	96,1
Kapitały własne / Aktywa	8,4	6,8	6,6	6,5	6,9	7,3
Współczynnik wypłacalności	9,7	8,8	11,8	11,6	11,5	11,6
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	9,3	7,3	8,8	8,7	8,7	9,0

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	4,73 PLN
Cena docelowa	4,60 PLN
Kapitalizacja	5,7 mld PLN
Free float	2,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu

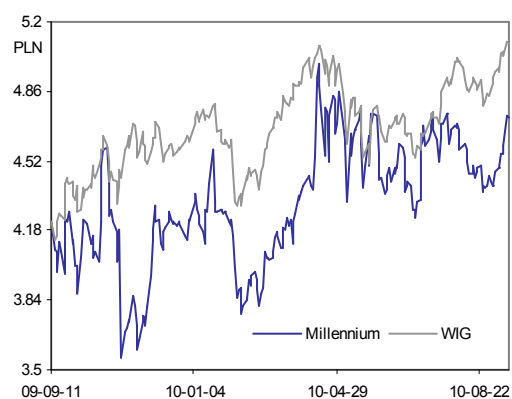
BCP	65,5%
Aviva OFE	7,9%
Pozostali	26,6%

Profil spółki

Millennium jest szóstym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na ok. 4%. Bank, zarówno po stronie aktywnej jak i pasywnej stronie bilansu jest zdominowany przez segment detaliczny. Niemniej jednak, długoterminowa strategia banku ogłoszona w 2H 2009 przy okazji emisji akcji (1 mld PLN) zakłada ekspansję w segmencie MSP. Ok. 65% portfela kredytowego stanowią kredyty hipoteczne z czego ok. 80% stanowią kredyty walutowe. Celem finansowym banku na 2012 jest uzyskanie ROE na poziomie 15% przy wskaźniku koszty/dochody poniżej 60% i współczynnika wypłacalności powyżej 11%.

Ważne daty

26.10 - publikacja raportu za 3Q 2010

Kurs akcji Millennium na tle WIG

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Millennium Trzymaj

BIGW.WA; MIL PW

(Wznowiona)

Odbicie marży już zdyskontowane

Wznawiamy rekomendowanie akcji Millennium z zaleceniem Trzymaj, ustalając 9-miesięczną cenę docelową na 4,60 PLN. Uważamy, że obecna wycena na poziomie P/E 19,6x na 2010 i 14,6x na 2011, odpowiednio 18% i 7% powyżej średniej dla spółek porównywalnych, już odzwierciedla oczekiwane tempo poprawy marży odsetkowej. Ponadto sądzimy, że Getin Holding, ze swoim dłuższym średnim terminem zapadalności depozytów terminowych, zapewnia lepszą ekspozycję na poprawę rentowności depozytów przy rosnących stopach procentowych.

Zakładamy poprawę marży depozytowej znacznie powyżej średniej

Uważamy, że Millennium jest drugim bankiem, po Getin Holdingu wśród podmiotów przez nas analizowanych, z najlepszą perspektywą poprawy marży odsetkowej. Sądzimy, że środowisko rosnących stóp procentowych nie tylko przełoży się na wyższe marże na depozytach bieżących ale również pomoże w szybszym tempie odbudować obecnie ujemne marże na depozytach terminowych. Ponadto, w naszej opinii Millennium, z udziałem kredytów detalicznych w depozytach ogółem na poziomie 73%, jest relatywnie odporny na presję na marże kredytowe.

Prognozujemy tempo poprawy kosztów ryzyka poniżej średniej

Oczekujemy, że po spadku o 60pb. w 2010 do 69pb., tempo poprawy kosztów ryzyka spowolni znacząco w 2011 oraz 2012 i będzie poniżej średniej w sektorze. W 2012 prognozujemy ich poziom na 42pb. Zwracamy uwagę, że udział rynkowy Millennium w sprzedaży kredytów hipotecznych w latach 2007-2008 był 2,8x większy niż jego udział naturalny. Ponieważ jakość kredytów udzielonych w tym okresie pogarsza się najszybciej, dostrzegamy ryzyko że koszty ryzyka w tym segmencie mogą być wyższe niż średnia w sektorze. Niemniej jednak sądzimy, że nasze prognozy salda rezerw dla Millennium są raczej po stronie optymistycznej ponieważ nie zakładamy znaczącej poprawy w poziomie wskaźnika pokrycia. Oczekujemy jego wzrostu tylko o 3pp., z 53% po 2Q 2010 do 56% w 2012.

Oczekujemy zysku w 2011 o 11% niższego niż konsensus rynkowy

Prognozujemy zysk netto w 2010 na poziomie 286 mln PLN. Później oczekujemy, że wzrośnie o 37% R/R w 2011 do 393 mln PLN i o 46% R/R w 2012 do 574 mln PLN. Podczas gdy nasze obecne prognozy zysku na 2010 są 10% powyżej oczekiwań rynkowych, w 2011 są 11% poniżej konsensusu, a w 2012 zgodne z prognozami rynkowymi.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	935	599	902	1 021	1 237
WNDB	1 827	1 434	1 662	1 824	2 076
Zysk operacyjny*	656	431	603	709	892
Zysk netto	413	1	286	393	574
Marża odsetkowa (%)	2,41	1,30	1,99	2,12	2,35
Koszty / Przychody (%)	64,5	70,4	63,8	61,3	57,2
ROE (%)	15,5	0,1	8,3	9,1	12,2
EPS (PLN)	0,49	0,00	0,24	0,32	0,47
BVPS (PLN)	3,31	3,28	3,38	3,71	4,08
DPS (PLN)**	0,00	0,00	0,00	0,10	0,14
P/E (x)	9,7	-	19,6	14,6	10,0
P/BV (x)	1,43	1,44	1,40	1,28	1,16
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	2,1	3,0

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



Millennium: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	286	393	574	676	755	813	859	902	942	980		
Zmiana R/R (%)	n.m.	37,4	46,1	17,7	11,7	7,7	5,7	5,0	4,5	4,0	4,0	
Kapitały własne	4 105	4 499	4 955	5 459	5 975	6 481	6 967	7 429	7 862	8 260		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	30,0	30,0	35,3	40,6	45,9	51,2	56,5	61,8	67,1	67,1	
ROE (%)	8,3	9,1	12,2	13,0	13,2	13,1	12,8	12,5	12,3	12,2	12,2	
Koszt kapitału własnego (%)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	-2,2	-1,4	1,7	2,5	2,7	2,6	2,3	2,0	1,8	1,7	1,7	
Zysk rezydualny	-76	-58	78	130	155	159	153	147	140	134	2 062	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	-73	-51	62	93	101	94	81	70	61	53	812	

Kapitały własne na koniec 2009	2 787
Wpływy z emisji akcji (przeprowadzonej w roku bieżącym)	1 038
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	-6
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P	-62
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P	553
Zdyskontowana wartość rezydualna	812
Wartość godziwa	5 123
Liczba akcji (mln)	1 213
Wartość godziwa na akcję (PLN)	4,22
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	4,60
Cena obecna (PLN)	4,73
Potencjał zmiany (%)	-2,7

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Millennium: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp
		10,2%	11,2%	12,2%	13,2%	14,2%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	3,7	4,0	4,4	4,7	5,1	3,2	3,7	4,4	5,2	6,3
	-1,0pp 3,0%	3,7	4,1	4,4	4,8	5,2	3,2	3,7	4,4	5,4	6,7
	- 4,0%	3,6	4,1	4,6	5,0	5,5	3,1	3,8	4,6	5,6	7,2
	+1,0pp 5,0%	3,6	4,1	4,7	5,2	5,8	3,1	3,8	4,7	6,0	8,0
	+2,0pp 6,0%	3,5	4,2	4,9	5,6	6,3	3,1	3,8	4,9	6,6	9,6
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	3,7	4,0	4,4	4,7	5,1	3,2	3,7	4,4	5,2	6,3
	-1,0pp 3,0%	3,7	4,1	4,4	4,8	5,2	3,2	3,7	4,4	5,4	6,7
	- 4,0%	3,6	4,1	4,6	5,0	5,5	3,1	3,8	4,6	5,6	7,2
	+1,0pp 5,0%	3,6	4,1	4,7	5,2	5,8	3,1	3,8	4,7	6,0	8,0
	+2,0pp 6,0%	3,5	4,2	4,9	5,6	6,3	3,1	3,8	4,9	6,6	9,6

Źródło: DI BRE Banku

Millennium: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	772	935	599	902	1 021	1 237
Wynik z prowizji	543	472	494	561	590	614
Wynik handlowy	333	421	342	199	213	225
Wynik na działalności bankowej	1 648	1 827	1 434	1 662	1 824	2 076
Pozostały przychody operacyjne netto	61	21	20	6	6	7
Przychody pozaodsetkowe	938	913	855	765	809	847
Przychody ogółem	1 709	1 848	1 454	1 668	1 830	2 083
Koszty osobowe	-539	-609	-471	-513	-552	-589
Amortyzacja	-88	-73	-80	-76	-80	-84
Pozostałe koszty administracyjne	-431	-510	-472	-475	-489	-518
Koszty operacyjne	-1 058	-1 192	-1 023	-1 064	-1 121	-1 191
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	651	656	431	603	709	892
Saldo rezerw	-67	-135	-436	-245	-217	-174
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	0	7	0	0	0
Zysk brutto	585	521	2	359	491	718
Podatek dochodowy	-123	-108	0	-73	-98	-144
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	462	413	1	286	393	574
Zyski zatrzymane	300	413	1	286	275	402

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Millennium: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	20	21	-36	51	13	21
Przychody pozaodsetkowe	52	-3	-6	-11	6	5
Przychody ogółem	36	8	-21	15	10	14
Koszty operacyjne	23	13	-14	4	5	6
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	62	1	-34	40	17	26
Zysk netto	58	-11	-100	-	37	46

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Millennium: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,79	2,41	1,30	1,99	2,12	2,35
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,91	2,47	1,33	2,03	2,16	2,39
Spread odsetkowy	2,69	2,13	1,04	1,79	1,86	2,07
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	54,9	49,4	58,8	45,9	44,2	40,6
Koszty / Przychody	61,9	64,5	70,4	63,8	61,3	57,2
Koszty / Aktywa	3,83	3,07	2,22	2,34	2,33	2,26
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,36	0,48	1,29	0,69	0,57	0,42
Efektywna stopa podatkowa (%)	21,0	20,8	20,3	20,3	20,0	20,0
ROE	19,5	15,5	0,1	8,3	9,1	12,2
ROA	1,67	1,06	0,00	0,63	0,82	1,09

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Millennium: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 257	1 803	2 191	1 373	1 146	851
Należności od sektora finansowego	1 053	1 580	696	749	1 011	1 586
Kredyty i pożyczki	22 056	33 809	33 694	36 955	39 729	43 587
Dłużne papiery wartościowe	5 029	9 194	7 196	6 000	7 500	8 000
Akcje, udziały i inne inwestycje	5	5	12	12	13	13
Aktywa trwałe	337	385	347	243	255	268
Wartości niematerialne i prawne	18	22	23	14	14	15
Inne aktywa	774	317	756	602	625	649
Aktywa ogółem	30 530	47 115	44 914	45 948	50 293	54 969
Zobowiązania wobec sektora finansowego	2 569	3 061	4 909	3 927	4 320	4 320
Depozyty	22 527	33 204	33 901	34 336	38 216	42 535
Wyemitowane papiery wartościowe	1 418	5 327	1 707	2 000	2 000	1 900
Otrzymane pożyczki podporządkowane	826	961	946	915	595	595
Inne zobowiązania	671	1 747	663	664	664	664
Zobowiązania ogółem	28 010	44 300	42 126	41 842	45 795	50 014
Kapitały własne	2 520	2 815	2 787	4 105	4 499	4 955
Pasywa ogółem	30 530	47 115	44 914	45 948	50 293	54 969

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Millennium: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	47	53	0	10	8	10
Aktywa ogółem	24	54	-5	2	9	9
Depozyty	29	47	2	1	11	11
Kapitały własne	14	12	-1	47	10	10

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Millennium: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	3,4	3,4	5,8	6,3	6,7	6,7
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	79,5	64,4	54,4	54,0	55,0	56,0
Kredyty / Aktywa	72,2	71,8	75,0	80,4	79,0	79,3
Depozyty / Aktywa	73,8	70,5	75,5	74,7	76,0	77,4
Kredyty / Depozyty	97,9	101,8	99,4	107,6	104,0	102,5
Kapitały własne / Aktywa	8,3	6,0	6,2	8,9	8,9	9,0
Współczynnik wypłacalności	13,7	10,2	11,3	13,7	13,2	13,1
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	10,2	7,9	8,9	11,7	11,5	11,5

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	159,50 PLN
Cena docelowa	145,00 PLN
Kapitalizacja	41,8 mld PLN
Free float	17,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	151,7 mln PLN

Struktura akcjonariatu

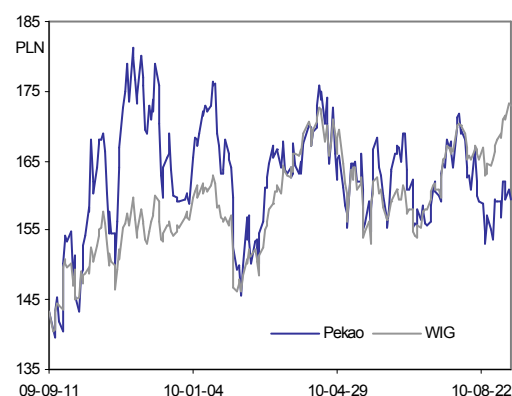
UniCredit	59,2%
Pozostali	40,8%

Profil spółki

Pekao jest drugim największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 12%. Bank ma największy w Polsce portfel depozytów i kredytów korporacyjnych, drugą największą bazę depozytów detalicznych i czwarty największy portfel kredytów detalicznych. Pekao jest najlepiej dokapitalizowanym bankiem wśród banków giełdowych z współczynnikiem kapitałów własnych (Tier1) na poziomie ok. 18%. Spółka zamierza wykorzystać nadwyżkowy kapitał zarówno na wzrost organiczny jak i na przejęcia. Bank jest udziałowcem banku na Ukrainie, OJSC UniCredit, którego portfel kredytowy stanowi ok. 4% portfela kredytowego grupy.

Ważne daty

10.11 - publikacja raportu za 3Q 2010

Kurs akcji Pekao na tle WIG

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Pekao

BAPE.WA; PEO PW

Redukuj

(Obniżona)

Relatywnie za drogi

Obniżamy naszą rekomendację dla Pekao do Redukuj i wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 145,0 PLN. Pomimo mocnych fundamentów i atrakcyjnej oczekiwanej stopy dywidendy (3,7%), obecna wycena na P/E 14,4x w 2011 i 12,3x w 2012 jest naszym zdaniem relatywnie za wysoka. Bank notowany jest z premią do sektora na poziomie 6% w 2011 i 15% w 2012. Uważamy, że przy obecnych poziomach wyceny lepszą wartość dla akcjonariuszy oferuje PKO BP, które nie tylko jest tańsze na wskaźnikach i oferuje wyższą dynamikę zysków w latach 2011-2012, ale najprawdopodobniej jeszcze w tym roku wypłaci wysoką dywidendę (4,6%).

Marż odsetkowa będzie nadal się poprawiać

Pomimo, że Pekao ma jedną z najbardziej korporacyjnych struktur portfela kredytowego i przez to jest narażony na jedną z największych presji na marżę kredytową, oczekujemy kontynuacji poprawy marży odsetkowej w latach 2010-2012. W naszej opinii, większą rolę odegra możliwość poprawy marży depozytowej. Bank ma największy udział depozytów bieżących w bazie depozytowej wśród banków przez nas analizowanych (48% względem 38% dla spółek porównywalnych) i dlatego powinien zyskiwać relatywnie więcej na podwyżkach stóp procentowych. Prognozujemy, że poprawa marży odsetkowej o 6pb. w 2011 i o 12pb. w 2012 przełoży się na wzrost wyniku odsetkowego odpowiednio o 5% i 8%.

Koszty ryzyka pozostaną poniżej średniej w sektorze, ale delta też

Oczekujemy, że jakość portfela kredytowego banku pozostanie na wysokim poziomie, a koszty ryzyka będą się kształtować poniżej średniej w sektorze. Oznacza to niestety, że potencjał spadku salda rezerw jest poniżej średniej oczekiwanej w sektorze, co przekłada się niekorzystnie na spodziewane tempo wzrostu zysków. Prognozujemy, że koszty ryzyka obniżą się tylko o 29pb. między 2010 a 2012 z 66pb. do 36pb., a saldo rezerw spadnie o 35% w 2012 względem 2010.

Prognozujemy zysk nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego

Prognozujemy, że zysk netto wzrośnie o 12% R/R w 2011 do poziomu 2 897 mln PLN, co przekłada się na wynik o 5% niższym niż obecny konsensus rynkowy. Oczekujemy, że dynamika zysku poprawi się w 2012, do 17% R/R.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	4 509	3 802	4 143	4 360	4 696
WNDB	7 686	7 063	7 260	7 666	8 215
Zysk operacyjny*	4 480	3 467	3 675	3 982	4 462
Zysk netto	3 528	2 412	2 584	2 897	3 392
Marża odsetkowa (%)	3,52	2,90	3,11	3,17	3,29
Koszty / Przychody (%)	45,9	51,4	49,8	48,5	46,2
ROE (%)	23,0	14,1	13,4	13,8	15,1
EPS (PLN)	13,46	9,20	9,85	11,04	12,93
BVPS (PLN)	60,82	69,71	77,33	82,46	88,77
DPS (PLN)**	0,00	2,90	5,91	6,63	7,76
P/E (x)	11,9	17,3	16,2	14,4	12,3
P/BV (x)	2,62	2,29	2,06	1,93	1,80
Stopa dywidendy (%)	0,0	1,8	3,7	4,2	4,9

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



Pekao: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	2 584	2 897	3 392	3 752	4 074	4 343	4 586	4 797	4 994	5 192		
Zmiana R/R (%)	7,1	12,1	17,1	10,6	8,6	6,6	5,6	4,6	4,1	4,0	4,0	
Kapitały własne	20 287	21 633	23 287	25 003	26 754	28 495	30 224	31 916	33 568	35 185		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	60,0	60,0	60,0	61,9	63,9	65,8	67,7	69,7	71,6	73,5	73,5	
ROE (%)	13,4	13,8	15,1	15,5	15,7	15,7	15,6	15,4	15,3	15,1	15,1	
Koszt kapitału własnego (%)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	2,9	3,3	4,6	5,0	5,3	5,2	5,1	4,9	4,8	4,6	4,6	
Zysk rezydualny	560	698	1 035	1 218	1 359	1 444	1 506	1 537	1 558	1 584	24 402	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	542	611	820	873	882	848	800	739	678	624	9 616	

Kapitały własne na koniec 2009	18 288
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	-761
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	175
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P	1 973
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P	5 446
Zdyskontowana wartość rezydualna	9 616
Wartość godziwa	34 737
Liczba akcji (mln)	262,3
Wartość godziwa na akcję (PLN)	132
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	145
Cena obecna (PLN)	159,50
Potencjał zmiany (%)	-9,1

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Pekao: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp
		13,1%	14,1%	15,1%	16,1%	17,1%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	120	125	130	140	145	100	115	130	155	180
	-1,0pp 3,0%	120	130	135	145	155	100	120	135	160	195
	- 4,0%	125	135	145	150	160	105	120	135	170	215
	+1,0pp 5,0%	130	140	150	160	175	105	125	150	190	245
	+2,0pp 6,0%	135	150	165	175	190	110	130	165	210	300
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	100	115	130	155	180	100	115	130	155	180
	-1,0pp 3,0%	100	120	135	160	195	100	120	135	160	195
	- 4,0%	105	120	135	170	215	105	120	135	170	215
	+1,0pp 5,0%	105	125	150	190	245	105	125	150	190	245
	+2,0pp 6,0%	110	130	165	210	300	110	130	165	210	300

Źródło: DI BRE Banku

Pekao: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	2 715	4 509	3 802	4 143	4 360	4 696
Wynik z prowizji	2 204	2 342	2 289	2 404	2 573	2 737
Wynik handlowy	390	835	972	712	733	782
Wynik na działalności bankowej	5 309	7 686	7 063	7 260	7 666	8 215
Pozostały przychody operacyjne netto	89	596	77	64	64	82
Przychody pozaodsetkowe	2 683	3 773	3 337	3 180	3 371	3 602
Przychody ogółem	5 398	8 282	7 140	7 324	7 730	8 297
Koszty osobowe	-1 410	-1 875	-1 856	-1 909	-1 970	-2 025
Amortyzacja	-339	-414	-439	-403	-412	-420
Pozostałe koszty administracyjne	-1 004	-1 513	-1 378	-1 336	-1 367	-1 391
Koszty operacyjne	-2 754	-3 802	-3 673	-3 649	-3 748	-3 835
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	2 644	4 480	3 467	3 675	3 982	4 462
Saldo rezerw	-192	-263	-535	-539	-475	-349
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	153	128	65	78	81	83
Zysk brutto	2 605	4 346	2 997	3 214	3 588	4 196
Podatek dochodowy	-443	-805	-576	-620	-682	-797
Zyski udziałowców mniejszościowych	-7	-13	-10	-10	-9	-7
Zysk netto	2 155	3 528	2 412	2 584	2 897	3 392
Zyski zatrzymane	-358	3 528	1 651	1 034	1 159	1 357

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Pekao: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	14	66	-16	9	5	8
Przychody pozaodsetkowe	17	41	-12	-5	6	7
Przychody ogółem	15	53	-14	3	6	7
Koszty operacyjne	17	38	-3	-1	3	2
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	13	69	-23	6	8	12
Zysk netto	21	64	-32	7	12	17

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Pekao: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,83	3,52	2,90	3,11	3,17	3,29
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,01	3,77	3,05	3,22	3,27	3,39
Spread odsetkowy	2,74	3,46	2,77	2,92	2,92	2,97
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	49,7	45,6	46,7	43,4	43,6	43,4
Koszty / Przychody	51,0	45,9	51,4	49,8	48,5	46,2
Koszty / Aktywa	2,87	2,97	2,80	2,74	2,73	2,69
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,38	0,35	0,66	0,66	0,54	0,36
Efektywna stopa podatkowa (%)	17,0	18,5	19,2	19,3	19,0	19,0
ROE	18,3	23,0	14,1	13,4	13,8	15,1
ROA	2,25	2,76	1,84	1,94	2,11	2,38

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Pekao: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 122	9 934	9 620	4 998	3 569	2 142
Należności od sektora finansowego	16 960	7 909	7 203	9 053	5 842	2 675
Kredyty i pożyczki	69 702	82 515	79 484	84 591	91 268	100 734
Dłużne papiery wartościowe	24 563	22 586	29 830	32 813	34 453	36 176
Akcje, udziały i inne inwestycje	388	309	240	204	210	216
Aktywa trwałe	2 021	1 906	1 822	1 731	1 679	1 679
Wartości niematerialne i prawne	634	691	654	589	571	571
Inne aktywa	4 706	6 090	1 763	1 695	1 695	1 695
Aktywa ogółem	124 096	131 941	130 616	135 674	139 288	145 889
Zobowiązania wobec sektora finansowego	9 942	14 993	8 479	8 734	8 996	8 996
Depozyty	89 944	90 889	97 250	99 957	101 985	107 096
Wyemitowane papiery wartościowe	4 208	7 616	3 624	3 443	3 271	3 107
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	5 335	2 495	2 975	3 253	3 403	3 403
Zobowiązania ogółem	109 429	115 993	112 328	115 387	117 654	122 602
Kapitały własne	14 667	15 947	18 288	20 287	21 633	23 287
Pasywa ogółem	124 096	131 941	130 616	135 674	139 288	145 889

Źródło: Pekao, DI BRE Banku
Pekao: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	113	18	-4	6	8	10
Aktywa ogółem	83	6	-1	4	3	5
Depozyty	74	1	7	3	2	5
Kapitały własne	65	9	15	11	7	8

Źródło: Pekao, DI BRE Banku
Pekao: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	7,3	5,2	6,4	7,3	7,2	6,7
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	85,2	88,2	78,7	73,0	75,6	78,2
Kredyty / Aktywa	56,2	62,5	60,9	62,3	65,5	69,0
Depozyty / Aktywa	72,5	68,9	74,5	73,7	73,2	73,4
Kredyty / Depozyty	77,5	90,8	81,7	84,6	89,5	94,1
Kapitały własne / Aktywa	11,8	12,1	14,0	15,0	15,5	16,0
Współczynnik wypłacalności	12,2	12,3	16,3	17,6	17,5	17,4
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,2	12,3	16,3	17,6	17,5	17,4

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

15 września 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	40,90 PLN
Cena docelowa	45,70 PLN
Kapitalizacja	51,1 mld PLN
Free float	24,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	177,9 mln PLN

Struktura akcjonariatu

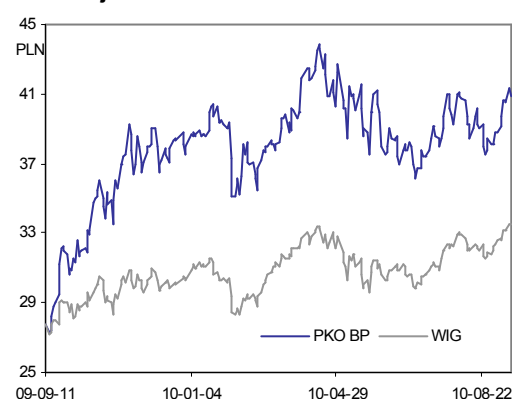
Skarb Państwa	41,0%
BGK	10,2%
Pozostali	48,8%

Profil spółki

PKO BP jest największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 14%. Bank ma największy w kraju portfel depozytów i kredytów detalicznych oraz drugi po Pekao portfel depozytów i kredytów korporacyjnych. Bank ma zrównoważony bilans oraz zadawalający poziom współczynnika wypłacalności. Spółka posiada 99,5% udziałów w banku ukraińskim, Kredobanku, który jest odpowiedzialny za ok. 1% aktywów grupy. Zgodnie ze strategią, bank ma osiągnąć w 2012 zysk netto powyżej 4 mld PLN i ROE powyżej 16%. Przy współczynniki koszty/dochodów poniżej 45%.

Ważne daty

23.10 - dzień dywidendy warunkowej (DPS - 1,90 PLN)
08.11 - publikacja raportu za 3Q 2010
20.12 - dzień wypłaty dywidendy warunkowej

Kurs akcji PKO BP na tle WIG

Iza Rokicka

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

PKO BP

PKOB.WA; PKO PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Atrakcyjna dywidenda jeszcze w tym roku

Wyznaczamy cenę docelową dla PKO BP na poziomie 45,70 PLN i zalecamy akumulowanie akcji w horyzoncie dziesięciu miesięcy. Nasze konserwatywne prognozy zysku netto na poziomie 3,6 mld PLN w 2011 i 4,4 mld PLN w 2012 przekładają się na P/E, odpowiednio, 14,1x i 11,7x. Choć bank jest notowany z premią, 3% w 2011 i 9% w 2012, do średniej wszystkich spółek porównywalnych, równocześnie jest wyceniany z dyskontem do Pekao. Ponadto, oczekujemy, że PKO BP wypłaci atrakcyjną dywidendę (stopa dywidendy 4,6%) w grudniu tego roku po tym jak Santander wygrał przetarg o BZ WBK.

Zachowawczo oczekujemy spadku marży w 2011

Oczekujemy, że marża odsetkowa obniży się nieznacznie w 2011 z poziomu 4,0% prognozowanego w tym roku. Wynika to w głównej mierze z konserwatywnego założenia co do rentowności portfela papierów dłużnych. W naszej opinii, oczekiwana presja na marżę kredytową zostanie więcej niż zrównoważona przez potencjał poprawy marży depozytowej wynikający z rosnących stóp procentowych. Nasze zachowawcze prognozy marży odsetkowej (-6pb. R/R w 2011 i +14pb. R/R w 2012) przekładają się na wzrost wyniku odsetkowego o 6% w 2011 i 13% w 2012.

Prognozujemy znaczną poprawę wskaźnika pokrycia

Prognozujemy, że saldo rezerw znacznie lekko spadnie już od 2H 2010 (-11% względem pierwszego półrocza), a później przyspieszy w 2011 (-17% R/R) i 2012 (-22% R/R). Oznacza to, że koszty ryzyka spadną z 146pb. w 1H 2010 do 75pb w 2012. Uważamy nasze prognozy salda rezerw za konserwatywne. Przekładają się one na drugi największy prognozowany wzrost wskaźnika pokrycia z 41,3% w 2Q 2010 do 61,0% w 2012 przy poprawie wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości z 8,5% w 2Q 2010 do 8,1% w 2012.

Konserwatywnie oczekujemy 13% wzrostu zysku w 2011

Prognozujemy, że PKO BP zarobi w tym roku 3,2 mld PLN i wzrośnie o 13% R/R w 2011 do 3,6 mld PLN przy zachowawczych oczekiwaniach zarówno dotyczących rozwoju marży odsetkowej jak i kosztów ryzyka. W konsekwencji nasze prognozy są o 10% poniżej obecnego konsensus rynkowego.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	6 127	5 051	6 434	6 846	7 738
WNDB	9 097	8 607	9 911	10 359	11 379
Zysk operacyjny*	5 092	4 624	5 737	5 907	6 508
Zysk netto	3 121	2 306	3 213	3 627	4 353
Marża odsetkowa (%)	5,04	3,47	3,95	3,89	4,04
Koszty / Przychody (%)	45,8	47,9	42,9	43,6	43,0
ROE (%)	24,1	13,4	15,3	16,0	17,2
EPS (PLN)	3,12	2,06	2,57	2,90	3,48
BVPS (PLN)	13,95	16,34	17,18	19,06	21,38
DPS (PLN)**	1,00	1,90	1,03	1,16	1,39
P/E (x)	13,1	19,9	15,9	14,1	11,7
P/BV (x)	2,93	2,50	2,38	2,15	1,91
Stopa dywidendy (%)	2,4	4,6	2,5	2,8	3,4

* przed kosztami rezerw; ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



PKO BP: Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+	WG
Zysk netto	3 213	3 627	4 353	4 909	5 487	6 078	6 672	7 257	7 821	8 133		
Zmiana R/R (%)	39,4	12,9	20,0	12,8	11,8	10,8	9,8	8,8	7,8	4,0	4,0	
Kapitały własne	21 480	23 821	26 724	29 892	33 157	36 464	39 746	42 932	45 944	48 483		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	40,0	40,0	40,0	45,3	50,5	55,8	61,0	66,3	71,5	76,8	76,8	
ROE (%)	15,3	16,0	17,2	17,3	17,4	17,5	17,5	17,6	17,6	17,2	17,2	
Koszt kapitału własnego (%)	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	4,8	5,5	6,7	6,8	6,9	7,0	7,0	7,1	7,1	6,7	6,7	
Zysk rezydualny	1 014	1 250	1 701	1 939	2 179	2 425	2 673	2 919	3 158	3 179	48 954	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	981	1 094	1 348	1 390	1 414	1 424	1 421	1 404	1 375	1 252	19 290	
Kapitały własne na koniec 2009												20 429
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												213
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2010P-2012P												3 424
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2013P-2019P												9 682
Zdyskontowana wartość rezydualna												19 290
Wartość godziwa												53 037
Liczba akcji (mln)												1 250
Wartość godziwa na akcję (PLN)												42,43
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												45,7
Cena obecna (PLN)												40,90
Potencjał zmiany (%)												11,7

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

PKO BP: Wycena – analiza wrażliwości

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału					
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+2,0pp	+1,0pp	-	-1,0pp	-2,0pp	
		15,2%	16,2%	17,2%	18,2%	19,2%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%	
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp	2,0%	37,3	39,3	41,3	43,3	45,3	31,3	35,8	41,3	48,3	57,6
	-1,0pp	3,0%	38,7	40,9	43,2	45,5	47,8	32,1	37,0	43,2	51,4	62,6
	-	4,0%	40,4	43,1	45,7	48,4	51,0	33,0	38,5	45,7	55,6	70,0
	+1,0pp	5,0%	42,9	46,0	49,2	52,3	55,5	34,2	40,5	49,2	61,7	81,5
	+2,0pp	6,0%	46,4	50,3	54,2	58,0	61,9	35,7	43,3	54,2	71,3	102,2
	Stopa wzrostu zysków	-2,0pp	2,0%	31,3	35,8	41,3	48,3	57,6	31,3	35,8	41,3	48,3
	-1,0pp	3,0%	32,1	37,0	43,2	51,4	62,6	32,1	37,0	43,2	51,4	62,6
	-	4,0%	33,0	38,5	45,7	55,6	70,0	33,0	38,5	45,7	55,6	70,0
	+1,0pp	5,0%	34,2	40,5	49,2	61,7	81,5	34,2	40,5	49,2	61,7	81,5
	+2,0pp	6,0%	35,7	43,3	54,2	71,3	102,2	35,7	43,3	54,2	71,3	102,2

Źródło: DI BRE Banku

PKO BP: Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	4 647	6 127	5 051	6 434	6 846	7 738
Wynik z prowizji	2 332	2 412	2 583	3 076	3 099	3 237
Wynik handlowy	466	558	973	400	413	405
Wynik na działalności bankowej	7 445	9 097	8 607	9 911	10 359	11 379
Pozostały przychody operacyjne netto	258	292	261	141	105	47
Przychody pozaodsetkowe	3 056	3 261	3 817	3 617	3 618	3 688
Przychody ogółem	7 702	9 388	8 868	10 051	10 464	11 426
Koszty osobowe	-2 289	-2 429	-2 308	-2 384	-2 525	-2 758
Amortyzacja	-382	-430	-469	-488	-522	-559
Pozostałe koszty administracyjne	-1 370	-1 437	-1 467	-1 442	-1 510	-1 601
Koszty operacyjne	-4 041	-4 296	-4 244	-4 314	-4 557	-4 918
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	3 662	5 092	4 624	5 737	5 907	6 508
Saldo rezerw	-57	-1 130	-1 681	-1 670	-1 378	-1 073
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	4	16	0	-5	0	0
Zysk brutto	3 609	3 977	2 943	4 063	4 529	5 436
Podatek dochodowy	-668	-838	-631	-853	-906	-1 087
Zyski udziałowców mniejszościowych	-38	-19	-6	4	4	5
Zysk netto	2 904	3 121	2 306	3 213	3 627	4 353
Zyski zatrzymane	1 814	2 121	-69	1 928	2 176	2 612

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku
PKO BP: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	21	32	-18	27	6	13
Przychody pozaodsetkowe	1	7	17	-5	0	2
Przychody ogółem	12	22	-6	13	4	9
Koszty operacyjne	-2	6	-1	2	6	8
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	34	39	-9	24	3	10
Zysk netto	34	7	-26	39	13	20

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku
PKO BP: Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,43	5,04	3,47	3,95	3,89	4,04
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,65	5,29	3,62	4,11	4,04	4,17
Spread odsetkowy	4,47	5,06	3,31	3,81	3,72	3,80
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	39,7	34,7	43,0	36,0	34,6	32,3
Koszty / Przychody	52,5	45,8	47,9	42,9	43,6	43,0
Koszty / Aktywa	3,85	3,53	2,92	2,65	2,59	2,57
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,08	1,27	1,54	1,38	1,06	0,75
Efektywna stopa podatkowa (%)	18,5	21,1	21,5	21,0	20,0	20,0
ROE	26,4	24,1	13,4	15,3	16,0	17,2
ROA	2,77	2,57	1,58	1,97	2,06	2,27

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

PKO BP: Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	4 683	5 837	7 094	4 658	3 591	3 145
Należności od sektora finansowego	5 261	3 364	2 023	5 097	7 963	10 020
Kredyty i pożyczki	76 417	101 108	116 573	124 746	135 393	149 900
Dłużne papiery wartościowe	16 790	18 264	24 557	28 241	29 653	31 135
Akcje, udziały i inne inwestycje	179	247	229	224	220	215
Aktywa trwałe	2 820	2 965	2 778	2 694	2 614	2 535
Wartości niematerialne i prawne	949	1 188	1 308	1 373	1 442	1 514
Inne aktywa	1 438	1 663	1 918	1 930	1 980	2 031
Aktywa ogółem	108 538	134 636	156 479	168 963	182 853	200 496
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 704	6 991	5 153	6 441	6 763	7 101
Depozyty	86 580	102 939	125 073	133 084	143 635	157 272
Wyemitowane papiery wartościowe	1 459	6 362	1 834	3 617	4 160	4 784
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 615	1 619	1 612	1 611	1 611	1 611
Inne zobowiązania	2 259	2 773	2 379	2 730	2 864	3 005
Zobowiązania ogółem	96 617	120 684	136 050	147 483	159 032	173 772
Kapitały własne	11 921	13 952	20 429	21 480	23 821	26 724
Pasywa ogółem	108 538	134 636	156 479	168 963	182 853	200 496

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

PKO BP: Roczne stopy zwrotów głównych pozycji bilansowych

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Kredyty i pożyczki	30	32	15	7	9	11
Aktywa ogółem	7	24	16	8	8	10
Depozyty	4	19	22	6	8	9
Kapitały własne	18	17	46	5	11	12

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

PKO BP: Główne wskaźniki bilansu

(%)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	3,8	4,4	8,1	9,1	8,9	8,1
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	79,9	63,9	40,2	45,0	53,0	61,0
Kredyty / Aktywa	70,4	75,1	74,5	73,8	74,0	74,8
Depozyty / Aktywa	79,8	76,5	79,9	78,8	78,6	78,4
Kredyty / Depozyty	88,3	98,2	93,2	93,7	94,3	95,3
Kapitały własne / Aktywa	11,0	10,4	13,1	12,7	13,0	13,3
Współczynnik wypłacalności	12,0	11,3	14,7	12,9	13,0	13,0
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	10,2	9,9	13,3	11,8	11,9	12,0

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

DEPARTAMENT ANALIZ:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

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

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

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.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 księgową

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 księgową) - 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 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.

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 miedzy 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 emitentów przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od BZ WBK, Handlowy, ING BSK, Kredyt Bank, Millennium, Pekao, PKO BP za świadczone usługi.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla PKO BP.

DI BRE Banku współpracuje z Pekao S.A.

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	Trzymaj
data wydania	2010-01-19	2010-03-03	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	190,00	180,00	216,50
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	39635,50	43562,01

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Getin

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2010-01-19	2010-03-05	2010-03-10	2010-04-07	2010-05-06
kurs z dnia rekomendacji	8,80	9,65	9,69	11,37	10,19
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	39885,37	40585,00	43562,01	41287,90

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Handlowy

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2010-01-19	2010-03-19	2010-04-07	2010-06-02
kurs z dnia rekomendacji	73,55	76,00	83,90	75,00
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	41741,91	43562,01	40931,54

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK

Rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2010-01-19	2010-02-19	2010-04-07	2010-08-04
kurs z dnia rekomendacji	739,00	663,50	766,00	821,00
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	38586,52	43562,01	43412,75

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kredyt Bank

Rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2010-01-19	2010-02-12	2010-04-07
kurs z dnia rekomendacji	14,10	13,85	14,60
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	37322,52	43562,01

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Zawieszona
data wydania	2010-01-19	2010-02-11	2010-04-07	2010-04-27	2010-08-04
kurs z dnia rekomendacji	4,49	3,90	4,45	4,84	4,68
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	37786,61	43562,01	43664,78	43412,75

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-01-19	2010-03-05
kurs z dnia rekomendacji	176,00	165,50
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	39885,37

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-01-19	2010-03-17
kurs z dnia rekomendacji	38,90	39,07
WIG w dniu rekomendacji	41256,40	41653,11