



Banki
Polska

2012 P/E *

12,6x

2012 P/BV *

1,25x

WIG Banki

5 556

* średnia

Banki

Perspektywy detalu nadal niesprzyjające

Uważamy, że rok 2012 będzie wymagający dla sektora bankowego, nie tylko ze względu na oczekiwane spowolnienie wzrost PKB z 4,2% w 2011 do 2,8% w 2012, ale również z powodu wchodzących w życie zmian regulacyjnych negatywnie wpływających na segment detaliczny. Po zrewidowaniu w dół naszych prognoz zysku o 13-14% na lata 2012-2013, oczekujemy 7% spadku wyniku netto w 2012. Choć naszym zdaniem obecna wycena na średnim wskaźniku 2012 P/E na poziomie 12,6x jest bliska wartości godziwej, dostrzegamy nierównowagę w relatywnych wycenach poszczególnych banków. **Ponieważ PKO BP jest o 13% tańsze na 2012 P/E względem Pekao, rekomendujemy akumulowanie PKO BP oraz redukowanie pozycji w Pekao. Ponadto, zalecamy kupno walorów Get Banku, a redukowanie Millennium ponieważ pierwszy jest wyceniany z 30% dyskontem względem drugiego na 2011 P/BV.**

Wzrost salda kredytów detalicznych jako główne wyzwanie dla sektora
Uważamy, że obok presji na koszt finansowania (spowodowanej w większym stopniu ostrzejszą konkurencją niż spadkiem rynkowych stóp procentowych) oraz wzrostu kosztu ryzyka (szczególnie w hipotekach oraz na kredyty dla SME), największym wyzwaniem sektora w 2012 będzie dynamika wolumenów kredytowych w detalu. 25-30% spadek sprzedaży kredytów hipotecznych do ok. 40 mld PLN spowodowany nowelizacją rekomendacji S i zmianami w programie „Rodzina na swoim” oraz utrzymujący się niski popyt na kredyty konsumpcyjne spowodują naszym zdaniem wyhamowanie tempa wzrostu kredytów detalicznych do tylko 2% po 13% w 2011 oraz 14% w 2010.

Tempo wzrostu zysku R/R w 4Q 2011 będzie dalej wyhamowywać

Prognozujemy, że zysk netto sektora utrzyma pozytywną dynamikę R/R, chociaż w spowalniającym tempie, +5% po 13% w poprzednim kwartale. Z drugiej strony oczekujemy spadku wyniku o 8% Q/Q w związku z zwyczajową sezonowością w ciągu roku. Najlepszych wyników oczekujemy w Handlowym (+3% Q/Q) i ING BSK (płasko Q/Q), a najgorszych w Kredyt Banku (-32% Q/Q) oraz Getin Noble Banku (-22% Q/Q).

Kluczowe rekomendacje: akumuluj PKO BP i redukuj Pekao; kupuj Get Bank, ale redukuj Millennium i Kredyt Bank

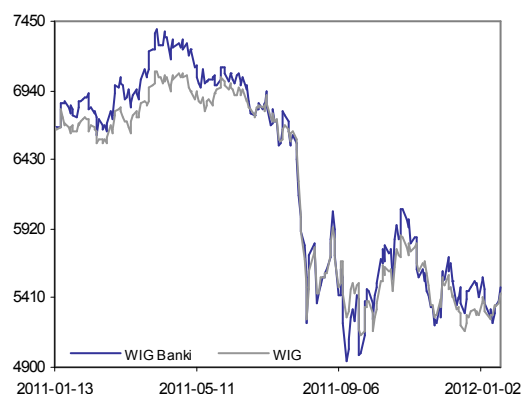
Obniżamy nasze 9-miesięczne ceny docelowe średnio o 15%, przy czym najbardziej dla Millennium i Kredyt Bank (po 31%), a najmniej dla Handlowego (niezmieniona) oraz Get Bank (-5%). Ponadto, obniżamy rekomendacje do Redukuj z Trzymaj dla Pekao, Millennium i Kredyt Banku, do Trzymaj z Kupuj dla ING BSK oraz do Akumuluj z Kupuj dla PKO BP. Nasze zalecenia dla walorów Handlowego (Trzymaj) oraz Get Bank (Kupuj) pozostają niezmienione.

	Cena (PLN)*	9M TP (PLN)	Zmiana (%)
Get Bank	1,33	1,55	16,5
Handlowy	73,95	72,0	-2,6
ING BSK	80,70	80,0	-0,9
Kredyt Bank	9,61	9,10	-5,3
Millennium	3,82	3,30	-13,6
Pekao	145,90	135,0	-7,5
PKO BP	32,89	35,0	6,4

* ceny zamknięcia z 18 stycznia 2012

	9M TP (PLN)	Rekomendacja
Get Bank	1,55	Kupuj
Handlowy	72,0	Trzymaj
ING BSK	80,0	Trzymaj
Kredyt Bank	9,10	Redukuj
Millennium	3,30	Redukuj
Pekao	135,0	Redukuj
PKO BP	35,0	Akumuluj

Kurs indeksu WIG Banki na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

	2011P (x)	2012P (x)	2011P (x)	2012P (x)	2011P (%)	2012P (%)
	P/E*	P/E*	P/BV	P/BV	ROE	ROE
Getin Noble Bank	11,3	11,9	0,80	0,77	25,0	6,6
Handlowy	13,7	13,3	1,51	1,42	10,9	11,0
ING BSK	11,9	12,2	1,64	1,46	14,7	12,6
Kredyt Bank	8,8	12,2	0,85	0,79	11,0	7,1
Millennium	10,0	12,4	1,02	0,94	10,7	7,9
Pekao	13,3	14,0	1,80	1,69	13,9	12,5
PKO BP	11,0	12,2	1,80	1,69	16,9	14,3
Średnia	11,4	12,6	1,34	1,25	14,7	10,3

* zysk netto skorygowany o wpływ transakcji jednorazowych

Perspektywy sektora w 2012

- Uważamy, że rok 2012 będzie wymagający dla sektora bankowego, nie tylko ze względu na oczekiwane spowolnienie wzrostu PKB z 4,2% w 2011 do 2,8% w 2012, ale również z powodu wchodzących w życie zmian regulacyjnych.
- Oczekujemy, że przy znacznym spowolnieniu akcji kredytowej w detalu, spadku wyniku prowizyjnego z powodu słabej koniunktury rynków kapitałowych, presji na koszt finansowania oraz na koszt ryzyka, zysk netto sektora bankowego w 2012 spadnie o 7% R/R.
- Nowelizacja rekomendacji S doprowadzi do 25-30% spadku sprzedaży kredytów hipotecznych R/R do ok. 40 mld PLN w sektorze. Ponadto, banki powinny wstrzymać się od wypłacania dywidend za 2011 poza małymi wyjątkami oraz być przygotowane na wzrost wagi ryzyka dla walutowych kredytów detalicznych z 75% do 100%.
- Na średnioterminową rentowość sektora mogą również wpłynąć następujące kwestie: 1) potencjalne wprowadzenie podatku od transakcji finansowych na szczeblu unijnym, 2) wprowadzenie opłaty ostrożnościowej (czyli tzw. podatku bankowego) oraz 3) zmniejszenie opłaty *interchange* z obecnych 1,6%.

Kluczowe rekomendacje: Get Bank (Kupuj), PKO BP (Akumuluj), Pekao (Redukuj), Millennium (Redukuj), Kredyt Bank (Redukuj)

Uważamy, że zmiany regulacyjne obowiązujące od początku 2012 będą miały większe przełożenie na wzrost wolumenów kredytowych niż oczekiwane spowolnienie gospodarcze z 4,2% w 2011 do 2,8% w 2012. W naszych prognozach zakładamy, że wejście w życie nowelizacji Rekomendacji S oraz zmiany w programie „Rodzina na swoim” zaskutkują 25-30% spadkiem sprzedaży kredytów hipotecznych do ok. 40 mld PLN. Wraz z przyspieszającą z roku na rok amortyzacją starego portfela, spodziewamy się że wzrost salda kredytów mieszkaniowych spowolni z 19% w 2011 do tylko 1% w 2012 (+10% R/R w 2012 dla kredytów denominowanych w PLN, ale -4% dla kredytów denominowanych w FX). W przypadku kredytów detalicznych nie-hipotecznych (głównie konsumpcyjnych) zakładamy utrzymanie dynamiki wzrostu z 2011 na niskim poziomie 4% R/R. W konsekwencji prognozujemy, że w 2012 kredyty detaliczne ogółem wzrosną jedynie o 2% R/R (względem 13% w 2011). Na tym tle nadal postrzegamy pozytywnie perspektywy wzrostu kredytów korporacyjnych (6% w 2012, 17% w 2011), które będą korzystać z relatywnie wysokiej dynamiki inwestycji w gospodarce (4,0% w 2012, 8,2% w 2011). Podsumowując, prognozujemy spowolnienie akcji kredytowej ogółem z 14% w 2011 do 4% w 2012.

W ślad za spowolnieniem akcji kredytowej, oczekujemy również spowolnienia w tempie wzrostu salda depozytów ogółem, z 12% w 2011 do 4% w 2012. Zwracamy uwagę, że na wysoką dynamikę w 2011 znaczny wpływ miały środki pozyskane ze sprzedaży udziałów w Polkomtelu, dzięki którym w listopadzie 2011 sektor został zasilony ok. 13 mld PLN. Ponieważ oczekujemy, że znaczna część z tego „wpływu” wypłynie z sektora bankowego w 2012 (poprzez odprowadzenie podatku dochodowego oraz wypłatę dywidend), spodziewamy się tylko marginalnego, 1%, wzrostu depozytów przedsiębiorstw. Co do depozytów detalicznych, prognozujemy spowolnienie dynamiki wzrostu z 12% w 2011 do 5% w 2012. Ponieważ w 2012 oczekujemy zbieżnej dynamiki kredytów i depozytów, wskaźnik kredyty/depozytów utrzyma się na płaskim poziomie 104%.

Makroekonomiści BRE Banku spodziewają się, że NBP podniesie stopę referencyjną dwa razy po 25p.b. poczynając od 2Q 2012, z 4,0% na koniec 2011 do 4,5% na koniec 2012. Ponieważ w trakcie 2011 NBP podwyższył stopę referencyjną w sumie o 100p.b., sądzimy, że spadek średniej stopy rynkowej w 2012 będzie tylko marginalny, -10p.b. R/R do 4,34%. W konsekwencji uważamy, że oczekiwany spadek marży odsetkowej (-11p.b. R/R poprzez zawężenie się marży depozytowej) w większym stopniu jest wynikiem presji konkurencyjnej, niż otoczenia makro.

Chociaż prognozujemy, że wzrost wyniku odsetkowego spowolni znacząco w 2012 do 3% R/R z 12% w 2011, naszym zdaniem perspektywy wyniku prowizyjnego są mniej korzystne. Wynika to nie tylko ze spowolnienia akcji kredytowej w detalu, ale również z niższej kontrybucji przychodów powiązanych z rynkiem kapitałowym (działalność maklerska, fundusze inwestycyjne). Zwracamy uwagę, że obecnie w sektorze toczą się dyskusje nad zmianami regulacyjnymi, które w średnim terminie mogą mieć negatywny wpływ na wynik prowizyjny: wprowadzenie potencjalnego podatku od transakcji finansowych na szczeblu unijnym oraz zmniejszenie opłaty *interchange* z obecnych 1,6%.

Prognozujemy, że w 2012 udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem pozostanie na niezmiennym poziomie 8,2%. Oczekujemy dalszej poprawy jakości w kredytach korporacyjnych (w segmencie dużych przedsiębiorstw) oraz dalszego pogarszania się jakości kredytów hipotecznych. Ponieważ uważamy, że portfele kredytowe dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz hipoteczne będą wymagały większego rezerwowania niż miało to miejsce w 2011, zakładamy wzrost kosztu ryzyka w sektorze o 13p.b. R/R do 128p.b.

W konsekwencji prognozowanego płaskiego R/R wyniku operacyjnego oraz rosnących rezerw o 19% R/R, oczekujemy, że zysk netto sektora bankowego spadnie w 2012 o 7% R/R. Największej dynamiki spadku spodziewamy się Kredyt Banku (o 28% R/R) oraz Millennium (19% R/R). Z drugiej strony, zwracamy uwagę, że pozytywnie na tle sektora będzie prezentować się dynamika wyniku netto Handlowego (+3% R/R).

Rewizja prognoz skorygowanego* zysku netto

(mln PLN)	2011P		Zmiana (%)	R/R (%)	2012P		Zmiana (%)	R/R (%)	2013P		Zmiana (%)	R/R (%)
	Nowe	Stare			Nowe	Stare			Nowe	Stare		
PKO BP	3 743	3 870	-3	14	3 374	4 092	-18	-10	3 749	4 484	-16	11
Pekao	2 876	2 835	1	12	2 741	2 973	-8	-5	2 940	3 204	-8	7
Getin Noble Bank	304	322	-5	-15	306	304	1	1	487	481	1	59
ING BSK	886	901	-2	18	859	988	-13	-3	946	1 074	-12	10
Millennium	461	468	-1	42	375	512	-27	-19	454	556	-18	21
Handlowy	703	673	4	-10	727	721	1	3	778	775	0	7
Kredyt Bank	296	328	-10	59	214	351	-39	-28	266	422	-37	25
Razem	9 270	9 397	-1	13	8 597	9 941	-14	-7	9 621	10 996	-13	12

Źródło: Banki, DI BRE; * skorygowane o wpływ transakcji jednorazowych

Prognozy na 4Q 2011

Oczekujemy, że zyski średnio wzrosną o 5% R/R, ale spadną o 8% Q/Q

Skumulowane prognozy zysku netto dla siedmiu banków przez nas analizowanych, wskazują na utrzymanie się pozytywnej dynamiki R/R. Prognozujemy 5% wzrostu R/R po 13% R/R w 3Q 2011 oraz 18% R/R w 2Q 2011. Z drugiej strony, ze względu na zwyczajową sezonowość w ciągu roku, ale również z powodu większej konkurencji o depozyty detaliczne, oczekujemy 8% spadku Q/Q.

Najlepsze wyniki zaraportuje Handlowy, a najgorsze Kredyt Bank

W naszej opinii, najlepsze wyniki zaraportuje Handlowy, który jako jedyny wśród banków przez nas analizowanych ma szansę poprawić wynik netto Q/Q. Uważamy, że solidne wyniki będzie miał ING BSK oraz Pekao.

Z drugiej strony uważamy, że Kredyt Bank zaraportuje najgorsze wyniki w sektorze, częściowo z powodu utworzenia 35 mln PLN rezerwy na Żagla. Niskiego poziomu zysku netto również oczekujemy w Getin Noble Banku (-22% Q/Q), po tym jak w 3Q 2011 spółka była beneficjentem dwóch transakcji jednorazowych.

Podsumowanie prognoz zysku netto za 4Q 2011

(mln PLN)	Data publikacji wyników	4Q11P	3Q11	Q/Q (%)	4Q10	R/R (%)
Millennium	31 sty 12	120	125	-4	112	7
Handlowy	6 lut 12	188	183	3	195	-4
ING Bank Śląski	9 lut 12	219	220	0	192	14
Kredyt Bank	9 lut 12	41	61	-32	57	-28
PKO BP	1 mar 12	888	1 017	-13	868	2
Getin Noble Bank	20 mar 12	70	90	-22	108	-35
Pekao	b.d.	747	766	-2	644	16
Razem		2 274	2 462	-8	2 175	5

Źródło: Banki, DI BRE

Główne trendy w sektorze

W odniesieniu do struktury wyników, oczekujemy:

- wysokiej dynamiki depozytów korporacyjnych (11% Q/Q), po tym jak sektor został zasilony środkami ze sprzedaży Polkomtela (ok. 13 mld PLN) oraz satysfakcjonującej dynamiki depozytów detalicznych (4% Q/Q);
- umiarkowanej dynamiki kredytów ogółem (ok. 2% Q/Q), przy czym wyższej dynamiki w kredytach korporacyjnych (ok. 3% Q/Q) niż detalicznych (2% Q/Q); po raz pierwszy od trzech kwartałów saldo walutowych kredytów hipotecznych nie zostanie zawyżone przez efekt walutowy;
- presji na marżę odsetkową z powodu zaostrzającej się konkurencji o depozyty detaliczne, nawet pomimo wzrostu stawki 3M WIBOR o 19p.b. Q/Q do 4,81%; per saldo, prognozujemy średnio 2% wzrost Q/Q wyniku odsetkowego;
- presji na wynik prowizyjny (-1% Q/Q) wynikającej ze słabej koniunktury na rynku kapitałowym;
- znacznej sezonowości w kosztach operacyjnych – sezonowo wysokich w PKO BP, ale z drugiej strony niższych Q/Q w Millennium, Kredyt Banku i Handlowym po wysokim poziomie w 3Q 2011;
- wyższego Q/Q salda rezerw we wszystkich bankach poza Getin Noble Bankiem, z powodu niskiej bazy 3Q 2011 lub/i dorezerwowaniem wybranych pozycji na koniec roku.

Wycena

Wycena porównawcza

Średnie P/E wynosi 12,6x , a P/BV 1,25 na 2012

Polskie banki są wyceniane na średnim wskaźniku 2012 P/E na poziomie 12,6x. Średni 2012 P/BV wynosi 1,25x względem średniego poziomu 2012 ROE 10,3%. Wśród siedmiu banków przez nas analizowanych, Pekao jest najdroższe w oparciu o 2012 wskaźnik P/E, z 13% premią względem średniej dla spółek porównywalnych. Z drugiej strony, w oparciu o naszą prognozę zysku netto na 2012, najniżej wyceniany jest Getin Noble Bank, 6% poniżej średniej dla banków.

Wycena porównawcza polskich banków

	Skorygowane P/E (x)*			P/BV (x)			ROE (%)		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Getin Noble Bank	11,3	11,9	7,9	0,80	0,77	0,70	25,0	6,6	9,2
Handlowy	13,7	13,3	12,4	1,51	1,42	1,41	10,9	11,0	11,4
ING BSK	11,9	12,2	11,1	1,64	1,46	1,33	14,7	12,6	12,6
Kredyt Bank	8,8	12,2	9,8	0,85	0,79	0,73	11,0	7,1	7,8
Millennium	10,0	12,4	10,2	1,02	0,94	0,86	10,7	7,9	8,8
Pekao	13,3	14,0	13,0	1,80	1,69	1,62	13,9	12,5	12,7
PKO BP	11,0	12,2	11,0	1,80	1,69	1,56	16,9	14,3	14,8
Średnia	11,4	12,6	10,8	1,34	1,25	1,17	14,7	10,3	11,0

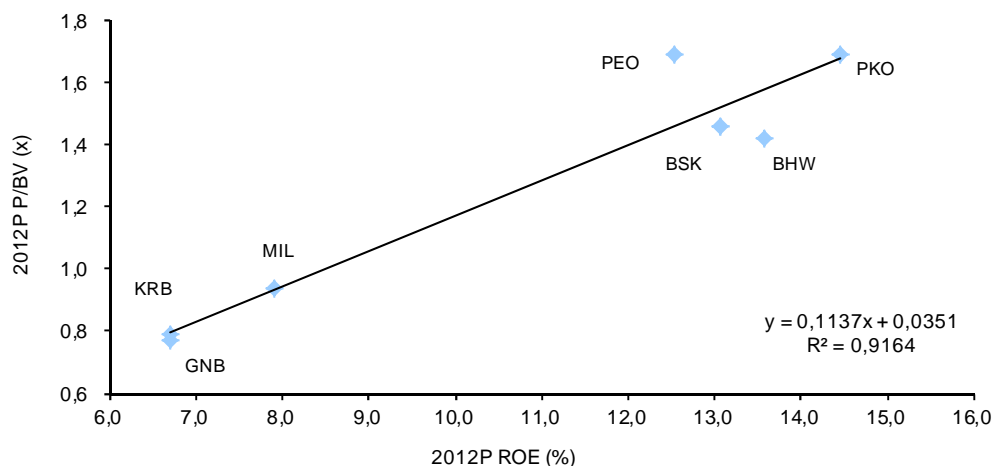
Premia / dyskonto do średniej (%)

Getin Noble Bank	-2	-6	-30	-45	-42	-44	92	-40	-18
Handlowy	24	7	18	14	16	25	-29	8	4
ING BSK	4	-3	4	26	20	16	0	28	16
Kredyt Bank	-26	-3	-10	-40	-41	-41	-28	-34	-33
Millennium	-14	-2	-6	-27	-28	-30	-31	-26	-23
Pekao	20	13	25	42	44	47	-7	26	18
PKO BP	-5	-4	2	42	43	40	18	49	42

Źródło: Bloomberg, banki, DI BRE Banku; * Skorygowane o wpływ transakcji jednorazowych

Porównanie wskaźnika 2012 P/BV ze zwrotem na kapitale własnym, jednoznacznie wskazuje na relatywne przewartościowanie Pekao względem PKO BP. Oba banki są wyceniane na porównywalnym poziomie wskaźnika P/BV (1,7x), podczas gdy nasze prognozy wskazują, że rentowość kapitałów własnych Pekao w 2012 będzie o 1,8p.p. niższa. Ponadto, wydaje się że Handlowy jest lekko niedowartościowany względem ING BSK.

Regresja: 2012P ROE vs. 2012P P/BV



Źródło: Banki, DI BRE

Wycena dochodowa

Model wyceny zdyskontowanych zysków rezydualnych

Wycenę metodą dochodową banków dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do oczekiwanej wartości kapitałów własnych na koniec 2011 dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2012-2013 oraz w okresie przejściowym na lata 2014-2020) oraz zdyskontowaną wartość rezydualną (po okresie prognozy).

Dla obliczenia wartości rezydualnej przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,85% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych);
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%;
- Wartość bety na poziomie 1,0x dla wszystkich poza Getin Noble Bankiem oraz Kredyt Bankiem, dla których przyjęliśmy betę na poziomie 1,1x;
- W konsekwencji przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 10,9% dla wszystkich poza Getin Noble Bankiem oraz Kredyt Bankiem dla których wynosi on 11,4%;
- Długoterminowy zwrot z kapitałów pomiędzy 10,0% i 15,5%
- Długoterminową stopę wzrostu zysków na poziomie 4,0%;
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy pomiędzy 60,0% i 74,2%, zdeterminowany przez równanie 1-(g/ROE).

Podsumowanie wyceny metodą zysków rezydualnych

(mln PLN)	GNB	GTB	BHW	BSK	KRB	MIL	PEO	PKO	
Stopa wolna od ryzyka (%)	5,9		5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	
Premia za ryzyka (%)	5,0		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	
Beta (x)	1,1		1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	
Koszt kapitału (%)	11,4		10,9	10,9	11,4	10,9	10,9	10,9	
Długoterminowe ROE (%)	10,3		14,2	13,6	10,3	10,0	14,5	15,5	
Długoterminowa stopa wzrostu zysków (%)	4,0		4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
Docelowy poziom wypłaty dywidendy (%)	61,1		71,8	70,6	61,0	60,0	72,5	74,2	
Kapitały własne na koniec 2011	4 312		6 414	6 414	3 074	4 554	21 282	22 836	
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2020P	-526		731	1 224	-490	-449	4 178	7 120	
Zdyskontowana wartość rezydualna	-535		1 523	1 883	-297	-381	6 871	10 169	
Wartość godziwa	3 251	3 212	8 669	9 521	2 287	3 724	32 331	40 125	
Liczba akcji (mln)		2 246	131	130	272	1 213	262	1 250	
Wartość godziwa na akcję (PLN)		1,43	66,3	73	8,4	3,07	123	32,1	
9-miesięczna cena docelowa (PLN)		1,55	72,0	80,0	9,1	3,3	135,0	35,0	
Cena obecna (PLN)		1,33	73,95	80,70	9,61	3,82	145,90	32,89	
Potencjał zmiany (%)		16,5	-2,6	-0,9	-5,3	-13,6	-7,5	6,4	
Rekomendacja			Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Redukuj	Akumuluj

Źródło: Banki, Bloomberg, DI BRE Banku

W niniejszym raporcie obniżamy nasze 9-miesięczne ceny docelowe średnio o 15%, przy czym najbardziej dla Millennium i Kredyt Bank (po 31%), a najmniej dla Handlowego (niezmieniona) oraz Get Bank (-5%). Ponadto, obniżamy rekomendacje do Redukuj z Trzymaj dla Pekao, Millennium i Kredyt Banku, do Trzymaj z Kupuj dla ING BSK oraz do Akumuluj z Kupuj dla PKO BP. Nasze zalecenia dla walorów Handlowego (Trzymaj) oraz Get Bank (Kupuj) pozostają na niezmienione.

Podsumowanie zmian wycen oraz rekomendacji

	9-miesięczna cena docelowa (PLN)		Zmiana (%)	Rekomendacja		Zmiana (%)
	Nowa	Stara		Nowa	Stara	
Get Bank	1,55	1,63	-5	Kupuj	Kupuj	↔
Handlowy	72,0	72,0	0	Trzymaj	Trzymaj	↔
ING BSK	80	90	-11	Trzymaj	Kupuj	↓
Kredyt Bank	9,10	13,10	-31	Redukuj	Trzymaj	↓
Millennium	3,30	4,80	-31	Redukuj	Trzymaj	↓
Pekao	135	160	-16	Redukuj	Trzymaj	↓
PKO BP	35,0	41,0	-15	Akumuluj	Kupuj	↓

Źródło: DI BRE

Założenia sektorowe

Prognozy stóp procentowych

%	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Stopa referencyjna (na koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,00	4,00
Stopa referencyjna (średnia w okresie)	5,72	3,77	3,50	4,22	4,19	4,00
zmiana R/R	1,32	-1,95	-0,27	0,72	-0,04	-0,19
3M WIBOR (średnia w okresie)	6,26	4,32	3,84	4,44	4,34	4,15
zmiana R/R	1,63	-1,94	-0,48	0,60	-0,10	-0,19
Spread (średnia w okresie)	0,54	0,55	0,34	0,22	0,15	0,15

Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Prognoza salda depozytów i kredytów w sektorze

(mld PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Depozyty ogółem	584	647	705	788	820	870
zmiana R/R (%)	20	11	9	12	4	6
korporacyjne	151	166	183	203	205	215
zmiana R/R (%)	5	10	10	11	1	5
detaliczne	328	377	413	461	484	518
zmiana R/R (%)	26	15	10	12	5	7
pozostałe	105	104	109	125	131	137
zmiana R/R (%)	28	-1	5	14	5	5
Kredyty ogółem	620	665	723	823	852	889
zmiana R/R (%)	37	7	9	14	4	4
korporacyjne	216	207	204	239	253	268
zmiana R/R (%)	29	-4	-2	17	6	6
detaliczne	367	411	468	527	539	558
zmiana R/R (%)	45	12	14	13	2	3
mieszkańciewe	193	215	264	315	319	324
zmiana R/R (%)	65	12	23	19	1	2
denominowane w PLN	59	75	98	119	131	145
zmiana R/R (%)	12	28	30	22	10	11
denominowane w FX	134	140	166	196	188	179
zmiana R/R (%)	108	4	19	18	-4	-5
nie-mieszkańciewe	174	196	204	212	220	234
zmiana R/R (%)	28	12	4	4	4	6
pozostałe	37	47	51	57	60	63
zmiana R/R (%)	15	26	10	11	5	5

Źródło: NBP, Bloomberg, DI BRE Banku

Prognoza kredytów z utratą wartości w sektorze

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty z utratą wartości (mld PLN)	27,6	50,7	62,3	67,1	69,8	70,2
korporacyjne	14,1	25,6	27,1	26,9	26,0	24,9
detaliczne	13,0	24,9	34,0	40,0	43,6	45,1
mieszaniowe	b.d.	3,2	4,9	7,5	9,8	11,6
nie-mieszaniowe	b.d.	21,7	29,1	32,6	33,9	33,6
pozostałe	0,4	0,3	1,1	0,2	0,2	0,2
Zmiana kredytów z utratą wartości (R/R, %)	20	84	23	8	4	1
korporacyjne	17	81	6	-1	-3	-4
detaliczne	24	91	37	18	9	3
mieszaniowe	b.d.	b.d.	53	51	31	18
nie-mieszaniowe	b.d.	b.d.	34	12	4	-1
pozostałe	-9	-29	268	-85	5	5
Udział kredytów z utratą wartości (%)	4,4	7,6	8,6	8,2	8,2	7,9
korporacyjne	6,5	12,3	13,3	11,3	10,3	9,3
detaliczne	3,6	6,1	7,3	7,6	8,1	8,1
mieszaniowe	b.d.	1,5	1,9	2,4	3,1	3,6
nie-mieszaniowe	b.d.	11,1	14,3	15,4	15,4	14,4
pozostałe	1,2	0,7	2,2	0,3	0,3	0,3
Zmiana udziału kredytów z utratą wartości (R/R, p.p.)	-0,6	3,2	1,0	-0,5	0,0	-0,3
korporacyjne	-0,6	5,8	1,0	-2,0	-1,0	-1,0
detaliczne	-0,6	2,5	1,2	0,3	0,5	0,0
mieszaniowe	b.d.	b.d.	0,4	0,5	0,7	0,5
nie-mieszaniowe	b.d.	b.d.	3,2	1,1	0,0	-1,0
pozostałe	-0,3	-0,5	1,5	-1,9	0,0	0,0

Źródło: NBP, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca*	1,33 PLN
Cena docelowa	1,55 PLN
Kapitalizacja	3,0 mld PLN
Free float	1,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	Brak danych

* cena wyliczona w oparciu o cenę Getin Holding z dnia 4 stycznia 2012 na poziomie 6,81 PLN

Struktura akcjonariatu

Leszek Czarnecki	53,1%
Getin Holding	4,6%

Pozostali 42,3%

Profil spółki

Get Bank jest grupą spółek bankowych operujących wyłącznie na rynku polskim. Dominującym akcjonariuszem spółki jest Leszek Czarnecki. Głównym aktywem podmiotu jest 94% udziału w grupie kapitałowej Getin Noble Banku. Ponadto należy do niej 100% udziałów w Allianz Banku. Getin Noble Bank 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). Spółka finansuje się na rynku lokalnym, głównie poprzez depozyty detaliczne. Wyzwaniem dla spółki jest koszt finansowania (znacznie wyższy niż spółek porównywalnych), koszt ryzyka (wyższy niż w innych bankach) oraz relatywnie niski współczynnik wypłacalności.

Get Bank

Kupuj

GTB PW; GTBP.WA

(Podtrzymana)

Kupuj Get Bank na debiucie, pomimo SPO

Notowania Get Banku rozpoczną się 20 stycznia od ceny 1,33 PLN. Ponieważ nasza 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 1,55 PLN (obniżona o 5% z 1,63 PLN poprzednio z powodu zamiaru podniesienia kapitału o 300-400 mln PLN) implikuje 17% potencjału wzrostu od teoretycznej ceny otwarcia, zalecamy kupowanie akcji banku na debiucie. Szacujemy, że na cenie otwarcia Get Bank będzie wyceniany na wskaźniku 2011 P/BV na niskim poziomie 0,71x (czyli 30% poniżej obecnej wyceny Millennium oraz 16% poniżej notowań Kredyt Banku), podczas gdy nasza wycena docelowa implikuje wskaźnik 2011 P/BV na poziomie 0,83x.

Get Bank planuje podniesienie kapitału o 300-400 mln PLN...

W dniu 12 stycznia 2012 Zarząd Getin Noble Banku poinformował, że bezpośrednio po zarejestrowaniu połączenia Get Banku i Getin Noble Banku, Get Bank zamierza podnieść kapitał o 300-400 mln PLN w drodze emisji akcji z prawem poboru. Celem emisji jest poprawa wskaźników kapitałowych banku aby mógł on kontynuować dynamiczny rozwój zgodny ze strategią spółki na lata 2012-2014. Oszacowaliśmy, że pozyskanie świeżego kapitału poprawi jednostkowe współczynniki wypłacalności Getin Noble Banku o ok. 81-108p.b. Zwracamy uwagę, że planowana skala podniesienia kapitału prawie w całości niweluje negatywny wpływ uchwały KNF o podwyższeniu wagi ryzyka dla detalicznych kredytów walutowych.

...co obniża naszą wycenę banku o 5% do 1,55 PLN

Wyceny Get Banku dokonujemy w oparciu o sumę części składowych, czyli 100% w Get Banku wycenionego na 166 mln PLN zgodnie z szacowanymi aktywami netto za 3Q 2011 oraz 94% udziału w Getin Noble Banku wycenionego na 3 245 mln PLN na bazie modelu wyceny zysków rezydualnych. W prognozach dla Getin Noble Banku uwzględniamy podniesienie kapitału o 400 mln PLN w 2012, co ma dwójaki wpływ na naszą wycenę Getin Noble Bank, a w konsekwencji Get Banku. Z jednej strony obniża rentowność kapitałów własnych, co ma negatywny wpływ na wycenę. Z drugiej strony, wyższa baza kapitałowa obniża profil ryzyka spółki (zobrazowany beta), co wpływa pozytywnie na wycenę. Podsumowując, kombinacja dwóch powyższych punktów zaskutkowała obniżeniem naszej dotychczasowej wyceny Getin Noble Banku oraz Get Banku o 5% z 1,63 PLN do 1,55 PLN.

Poniższe prognozy oraz wskaźniki są dla Getin Noble Banku przy cenie 3,60 PLN

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	784	1 052	1 348	1 546	1 701
WNDB	1 714	2 233	2 416	2 455	2 632
Zysk operacyjny*	1 106	1 525	2 274	1 558	1 683
Zysk netto	309	450	952	306	487
Marża odsetkowa (%)	b.d.	2,77	2,77	2,71	2,78
Koszty / Przychody (%)	36,1	32,5	27,3	36,6	36,1
ROE (%)	b.d.	14,6	25,0	6,6	9,2
EPS (PLN)	0,32	0,47	1,00	0,30	0,45
BVPS (PLN)	3,03	3,45	4,52	4,69	5,14
DPS (PLN)**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (x)	11,1	7,6	3,6	11,9	7,9
P/BV (x)	1,19	1,04	0,80	0,77	0,70
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

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Prognoza wyników za 4Q 2011

70 mln PLN zysku netto, tym razem bez transakcji jednorazowych

Oczekujemy, że zysk netto Getin Noble Banku w 4Q 2011 wyniesie 70 mln PLN. Spadek wyniku o 22% Q/Q w głównej mierze z braku transakcji jednorazowych (w 3Q 2011 bank odnotował pozytywną wycenę swapów w wysokości ok. 57,5 mln PLN oraz zysk z tytułu utraty kontroli w Idea Banku w wysokości 22 mln PLN, ale z drugiej strony również utworzył rezerwę IBNR na portfel hipoteczny w wysokości ok. 50 mln PLN).

Prognozujemy wysoką dynamikę zarówno salda kredytów jak i depozytów, odpowiednio 3% i 4% Q/Q. Uważamy, że marża odsetkowa zawęzi się o 10p.b. Q/Q do 2,68% jako konsekwencja wyższych cen za depozyty. W konsekwencji prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego tylko o 2% Q/Q do 360 mln PLN. Sądzymy, że wynik prowizyjny spadnie o 4% Q/Q do 205 mln PLN jako konsekwencja niższej sprzedaży produktów inwestycyjnych. W końcu oczekujemy spadku wyniku handlowego do znormalizowanego poziomu 24 mln PLN. Spadek o 74% Q/Q to efekt wysokiej bazy, ponieważ w 3Q 2011 odnotował zysk z wyceny swapów w wysokości 57,5 mln PLN. W pozostałej działalności operacyjnej zakładamy „zerowy” poziom, czyli -24 mln PLN Q/Q (w 3Q 2011 bank wykazał w tej linii wynik z tytułu utraty kontroli w Idea Banku).

W kosztach zakładamy lekki wzrost Q/Q do 227 mln PLN jako konsekwencja wyższych wydatków na marketing. W saldzie rezerw prognozujemy znaczny spadek o 23% Q/Q lub o 83 mln PLN Q/Q. Oczekujemy przede wszystkim niższych odpisów na portfel kredytów hipotecznych, po tym jak w 3Q 2011 bank jednorazowo utworzył rezerwę IBNR w wysokości ok. 50 mln PLN. Naszym zdaniem koszt ryzyka ukształtuje się na poziomie 272p.b., -96p.b. Q/Q.

Prognoza wyników za 4Q 2011 dla Getin Noble Banku

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	242	264	261	284	296	340	353	360	26%	2%
Wynik z prowizji	221	246	252	243	243	212	215	205	-16%	-4%
Wynik handlowy	25	64	103	28	29	50	90	24	-16%	-74%
Przychody z działalności bankowej	488	574	616	556	568	602	658	589	6%	-11%
Pozostałe przychody netto	4	8	-1	12	0	689	24	0	-96%	-98%
Przychody pozaodsetkowe	250	318	353	284	272	951	328	229	-19%	-30%
Przychody ogółem	492	582	615	568	568	1 290	682	589	4%	-14%
Koszty osobowe	-65	-68	-72	-92	-79	-86	-94	-94	2%	0%
Amortyzacja	-12	-13	-14	-15	-15	-14	-16	-16	10%	1%
Koszty rzeczowe	-88	-101	-96	-97	-111	-101	-112	-116	20%	4%
Koszty ogółem	-165	-183	-182	-203	-205	-201	-223	-227	11%	2%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	327	399	433	365	363	1 090	459	362	-1%	-21%
Saldo rezerw	-281	-292	-262	-222	-235	-319	-365	-282	27%	-23%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	0	7	3	+/-	-62%
Zysk brutto	46	108	171	143	128	771	101	83	-42%	-18%
Podatek dochodowy	62	-4	-34	-31	-26	-78	-17	-16	-48%	-6%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-1	-2	-3	-4	-2	-2	6	3	+/-	-40%
Zysk netto	106	102	134	108	100	691	90	70	-35%	-22%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,83	2,90	2,72	2,78	2,69	2,89	2,78	2,68		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	50,8	54,6	57,5	49,9	47,9	73,7	48,2	38,9		
Koszty/przychody (%)	33,5	31,4	29,6	35,8	36,1	15,6	32,6	38,5		
Koszty ryzyka (pb.)	425	407	339	270	269	343	367	272		
Efektywna stopa podatkowa (%)	-134,8	3,6	19,7	21,6	20,1	10,1	16,7	19,2		
Kredyty netto	26 845	30 504	31 456	34 193	35 733	38 667	40 903	42 162	23%	3%
Aktywa ogółem	35 267	37 792	38 991	42 798	45 102	48 995	52 718	54 663	28%	4%
Depozyty	30 878	33 092	34 331	37 026	39 063	41 323	44 535	46 282	25%	4%
Kapitały własne	2 965	3 051	3 159	3 294	3 350	4 079	4 241	4 312	31%	2%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	76,1	80,7	80,7	79,9	79,2	78,9	77,6	77,1		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	87,6	87,6	88,1	86,5	86,6	84,3	84,5	84,7		
Kredyty/depozyty (%)	86,9	92,2	91,6	92,3	91,5	93,6	91,8	91,1		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,4	8,1	8,1	7,7	7,4	8,3	8,0	7,9		
ROA (%)	1,24	1,12	1,40	1,05	0,91	5,88	0,71	0,52		
ROE (%)	14,5	13,6	17,3	13,3	12,0	74,4	8,7	6,6		

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

Get Bank planuje podniesienie kapitału

Get Bank planuje pozyskać 300-400 mln PLN świeżego kapitału na przełomie 2Q i 3Q 2012...

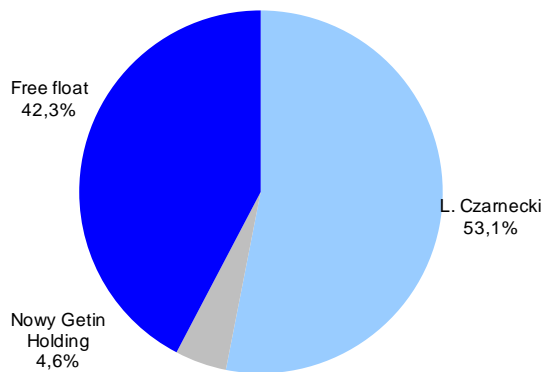
12 stycznia 2012 Zarząd Getin Noble Banku poinformował, że niezwłocznie po zakończeniu rejestracji połączenia Get Banku i Getin Noble Banku (oczekiwanego w 2Q 2012), bank zamierza podnieść kapitału o 300-400 mln PLN w drodze emisji akcji z prawem poboru. Celem emisji jest poprawa wskaźników kapitałowych banku aby mógł on kontynuować dynamiczny rozwój zgodny ze strategią spółki na lata 2012-2014. Oczekujemy, że emisja dojdzie do skutku na przełomie 2Q i 3Q 2012 po tym jak zgodzą się na to akcjonariusze spółki w trakcie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy.

... ale najprawdopodobniej tylko połowa będzie pochodziła z rynku

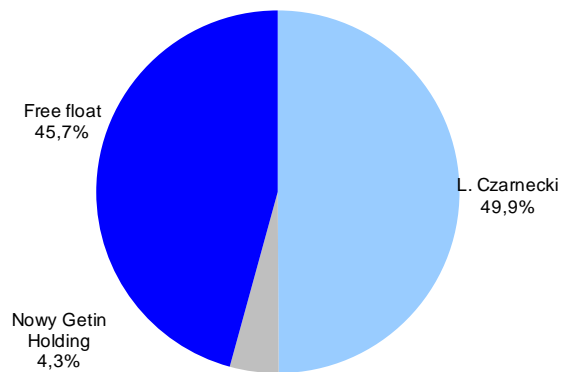
Szacujemy, że po rejestracji połączenia Get Banku i Getin Noble Banku (czyli po zakończeniu emisji akcji Get Banku kierowanej do akcjonariuszy mniejszościowych Getin Noble Banku), Leszek Czarniecki będzie posiadał ok. 49,9% kapitału banku. Dodatkowo Getin Holding będzie w posiadaniu ok. 4,3% spółki. Zakładając, że zarówno Leszek Czarniecki jak i Getin Holding zapiszą się na nowe akcje proporcjonalnie z ich udziałem w kapitale spółki, spółka będzie musiała pozyskać z rynku ok. 137-183 mln PLN, czyli 46% wartości emisji.

Z drugiej strony, w chwili obecnej nie posiadamy informacji aby zarówno Leszek Czarniecki jak i Getin Holding planowali zapisać się na nowe akcje zgodnie z ich udziałem w kapitale spółki.

Szacowana obecna struktura akcjonariatu Get Banku



Szacowana struktura akcjonariatu Get Banku po wykupie akcjonariuszy mniejszościowych w Getin Noble Banku



Źródło: DI BRE

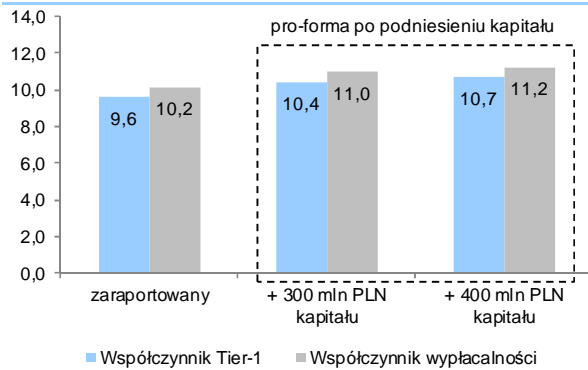
Wpływ podniesienia kapitału na współczynnik kapitałowe

Planowane podniesienie kapitału zniweluje efekt wyższej wagi ryzyka dla walutowych kredytów detalicznych

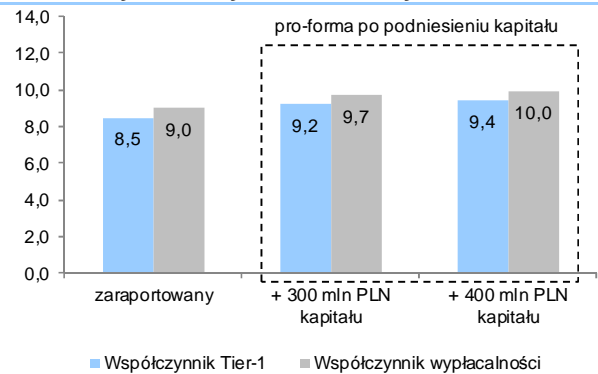
Planowana wartość podwyższenia kapitału o 300-400 mln PLN jest równoważna 7,1-9,4% wartości kapitałów własnych banku na koniec 3Q 2011. Oszacowaliśmy, że pozyskanie świeżego kapitału poprawi jednostkowe współczynniki wypłacalności Getin Noble Banku o ok. 81-108p.b. Oznacza to, że jednostkowy współczynnik wypłacalności wzrósłby z 10,2% na koniec 3Q 2011 do 11,0-11,2%, a jednostkowy współczynnik Tier-1 z 9,6% za 3Q 2011 do 10,4-10,7%. Zwracamy uwagę, że planowana skala podniesienia kapitału prawie w całości niweluje negatywny wpływ podwyższenia wagi ryzyka dla detalicznych kredytów walutowych, które zaczną obowiązywać od 30 czerwca 2012.

Getin Noble Bank: Jednostkowe współczynniki kapitałowe za 3Q 2011...

...zaraportowane

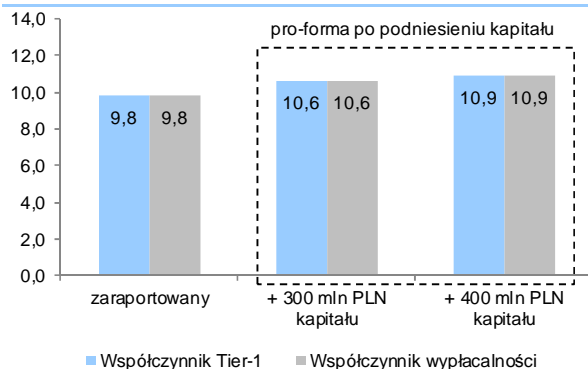


... skorygowane o wyższą wagę ryzyka dla detalicznych kredytów walutowych*

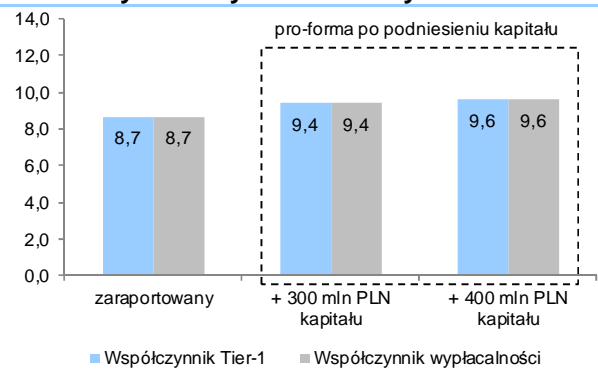


Getin Noble Bank: Skonsolidowane współczynniki kapitałowe za 3Q 2011

...zaraportowane



... skorygowane o wyższą wagę ryzyka dla detalicznych kredytów walutowych*



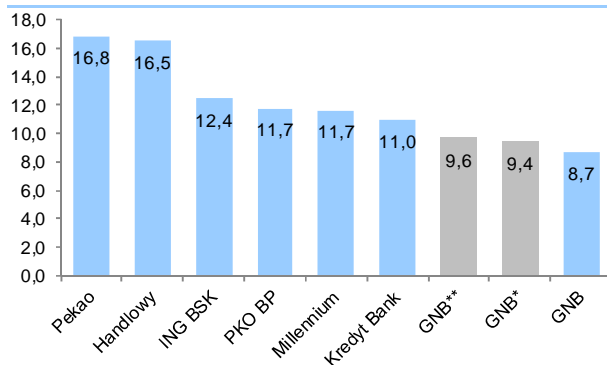
Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE; * z 75% do 100%, wchodzi w życie z dniem 30 czerwca 2012

Pozycja Getin Noble Banku na tle sektora bankowego nie ulegnie zmianie

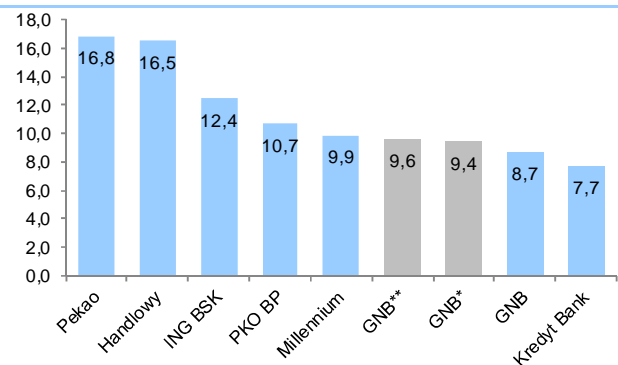
Zwracamy uwagę, że pomimo pozytywnego wpływu podniesienia kapitału na współczynniki kapitałowe Getin Noble Banku, wartość pro-forma jego współczynnika wypłacalności pozostanie najniższa wśród banków przez nas analizowanych. Będzie o ok. 1,3-1,6p.p. niższa od współczynnika dla Kredyt Banku, drugiego najniższego w naszej grupie porównawczej. Współczynnik Tier-1 będzie drugi najniższy wśród banków przez nas analizowanych i będzie o 1,7-1,9p.p. wyższy niż ten dla Kredyt Bank, ale 0,2-0,5p.p. niższy od tego dla Millennium, czyli trzeciego najniższego w naszej grupie porównawczej.

Współczynniki kapitałowe dla Getin Noble Banku na tle innych banków giełdowych (skonsolidowane za 3Q 2011 oraz pro-forma skorygowane o wyższą wagę ryzyka dla walutowych kredytów hipotecznych)

Współczynnik wypłacalności (%)



Współczynnik Tier-1 (%)



Źródło: Banki, DI BRE; * kapitał Getin Noble Banku podniesiony o 300 mln PLN; ** kapitał Getin Noble Banku podniesiony o 400 mln PLN

Wpływ podniesienia kapitału na rentowność

Ponieważ 95% naszej wyceny Get Banku stanowi wycena 93,7% udziału w Getin Noble Banku, dla ułatwienia wyliczeń zakładamy, że podniesienie kapitału przeprowadzi Getin Noble Bank. Ponadto w naszych wyliczeniach przyjmujemy, że bank pozyska 400 mln PLN.

Rozwodnienie EPS sięgnie nawet 10% w 2013

Ponieważ Getin Noble Bank zamierza przeznaczyć pozyskane środki na poprawę swoich współczynników kapitałowych, przyjmujemy, że SPO nie wpłynie na wartość zysku netto generowanego przez Getin Noble Bank. Oznacza to, że docelowo (po przeprowadzeniu emisji) wpłynie negatywnie na wartość zysku netto na akcję o 5% w 2012 i o 10% w 2013, wartość wskaźnika ROE o 0,2 w 2012 i o 0,6p.p. w 2013 oraz na wartość wskaźnika P/E o 5% na 2012 i o 11% na 2013.

Ponieważ w naszych założeniach przyjęliśmy, że emisja akcji nastąpi po cenie równej naszej wartości godziwej (3,41 PLN na akcję), czyli poniżej wartości księgowej na akcję (4,52 PLN na koniec 2011), podniesienie kapitału rozwadnia również wartość księgową na akcję (BVPS) w latach 2012-2013 o 4%, a w konsekwencji wpływa negatywnie na wskaźnik P/BV o 4%.

Wpływ podniesienia kapitału o 400 mln PLN na podstawowe wskaźniki dla Getin Noble Banku

	2011	2012	2013
Zysk netto - stara prognoza (mln PLN)	969	304	481
Zysk netto - nowa prognoza (mln PLN)	952	306	487
<i>różnica (%)</i>	-2	1	1
Kapitały własne - stara prognoza (mln PLN)	4 329	4 633	5 114
Kapitały własne - nowa prognoza (mln PLN)	4 312	5 018	5 505
<i>różnica (%)</i>	0	8	8
EPS - stara prognoza (PLN)	1,02	0,32	0,50
EPS - nowa prognoza (PLN)*	1,00	0,30	0,45
<i>różnica (%)</i>	-2	-5	-10
BVPS - stara prognoza (PLN)	4,54	4,86	5,36
BVPS - nowa prognoza (PLN)*	4,52	4,69	5,14
<i>różnica (%)</i>	0	-4	-4
ROE - stara prognoza (%)	25,4	6,8	9,9
ROE - nowa prognoza (%)	25,0	6,6	9,2
<i>różnica (p.p.)</i>	-0,4	-0,2	-0,6
P/E - stara prognoza (x)**	3,5	11,3	7,1
P/E - nowa prognoza (x)**	3,6	11,9	7,9
<i>różnica (%)</i>	2	5	11
P/BV - stara prognoza (x)**	0,79	0,74	0,67
P/BV - nowa prognoza (x)**	0,80	0,77	0,70
<i>różnica (%)</i>	0	4	4

Źródło: DI BRE; * ponieważ emisja jest z prawem poboru zakładamy, że dojdzie do skutku po naszej wartości godziwej szacowanej na 3,41 PLN na akcję; ** wskaźniki liczone dla Getin Noble Banku przy cenie bieżącej na poziomie 3,60 PLN

Wpływ podniesienia kapitału na wycenę Get Banku

Dwojaki wpływ podniesienia kapitału na wycenę Getin Noble Banku i Get Banku

Planowane podniesienie kapitału wpływa dwojako na naszą wycenę Getin Noble Bank, a w konsekwencji Get Banku. Z jednej strony obniża rentowność kapitałów własnych, co ma negatywny wpływ na wycenę (o ok. 15%). Z drugiej strony, wyższa baza kapitałowa obniżają profil ryzyka spółki (zobrazowany beta), co wpływa pozytywnie na wycenę (o ok. 9%). W naszej dotychczasowej wycenie Get Bank przyjęliśmy betę na poziomie 1,2x, czyli o 20% wyższą niż standardowo używamy przy wycenie banków aby uwzględnić relatywnie niski poziom (najniższy w grupie porównawczej) poziom wskaźników kapitałowych.

Wycena Getin Noble Banku na 3,25 mld PLN oparta o model zdyskontowanych zysków rezydualnych

Wycenę metodą dochodową Getin Noble Banku dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do oczekiwanej wartości kapitałów własnych na koniec 2011 dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2012-2013 oraz w okresie przejściowym na lata 2014-2020) oraz zdyskontowaną wartość rezydualną (po okresie prognozy).

Dla obliczenia wartości rezydualnej przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,85% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych);
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%;
- Wartość bety na poziomie 1,1x, obniżona z 1,2x poprzednio;
- W konsekwencji przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 11,4%;
- Długoterminowy zwrot z kapitałów w wysokości 10,2;
- Długoterminową stopę wzrostu zysków na poziomie 4,0%;
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy w wysokości 61,0%, zdeterminowany przez równanie 1-(g/ROE).

Wycena Getin Noble Banku metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+ WG
Zysk netto	952	306	487	588	681	762	830	883	926	963	
Zmiana R/R (%)	111,5	-67,8	58,8	20,9	15,9	11,9	8,9	6,4	4,9	4,0	4,0
Kapitały własne	4 312	5 018	5 505	6 093	6 723	7 366	7 997	8 590	9 131	9 609	
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	8,7	17,4	26,2	34,9	43,6	52,3	61,1	61,1
ROE (%)	25,0	6,6	9,2	10,1	10,6	10,8	10,8	10,6	10,4	10,3	10,3
Koszt kapitału własnego (%)	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		-4,8	-2,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1
Zysk rezydualny		-224	-112	-72	-48	-39	-44	-61	-82	-104	-1 404
Współczynnik dyskonta		0,90	0,81	0,73	0,65	0,59	0,53	0,47	0,42	0,38	0,38
Zdyskontowany zysk rezydualny		-202	-91	-52	-31	-23	-23	-29	-35	-39	-535
Kapitały własne na koniec 2011											4 312
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P											-293
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P											-233
Zdyskontowana wartość rezydualna											-535
Wartość godziwa											3 251

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE Banku

Wyznaczamy wartość godziwą Get Banku na 3,2 mld PLN

Wyceny Get Banku dokonujemy w oparciu o sumę części składowych:

1. Allianz Bank wyceniamy w oparciu o szacowaną wartość aktywów netto na koniec 3Q 2011, czyli na 166 mln PLN,
2. 93,7% udział w Getin Noble Bank wyceniamy w oparciu o nasz model zysków rezydualnych, czyli na 3 047 mln PLN.

W konsekwencji, wartość godziwą Get Banku wyliczamy na poziomie 3 212 mln PLN lub 1,43 PLN na akcję.

Wycena metodą części składowych Get Banku

(mln PLN)	Wartość godziwa 100% kapitału spółki	Udział w kapitale przynależny do Get Banku	Wycena
Allianz Bank	166	100,0%	166
Getin Noble Bank	3 251	93,7%	3 047
Wartość godziwa razem			3 212
Liczba akcji Get Banku (mln)			2 246
Wartość godziwa na akcję (PLN)			1,43
9-miesięczna cena docelowa (PLN)			1,55
Aktualna cena Get Banku* (PLN)			1,33
Potencjał zmiany (%)			17

Źródło: DI BRE; * teoretyczna cena otwarcia Get Banku w dniu 20 stycznia 2012

Cena docelowa obniżona o 5% do 1,55 PLN, ale rekomendacja Kupuj utrzymana

Po uwzględnieniu w naszych prognozach planowanego podniesienia kapitału o 400 mln PLN, obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową na walory Get Banku o 5% do poziomu 1,55 PLN. Ponieważ jest ona 17% powyżej teoretycznej ceny otwarcia określonej na poziomie 1,33 PLN, utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Rachunek zysków i strat Getin Noble Banku

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	784	1 052	1 348	1 546	1 701
Wynik z prowizji	714	962	875	827	841
Wynik handlowy	215	219	193	82	90
Wynik na działalności bankowej	1 714	2 233	2 416	2 455	2 632
Pozostały przychody operacyjne netto	19	24	713	1	1
Przychody pozaodsetkowe	948	1 205	1 781	910	933
Przychody ogółem	1 732	2 258	3 129	2 456	2 633
Koszty osobowe	-225	-297	-353	-371	-392
Amortyzacja	-48	-54	-62	-68	-73
Pozostałe koszty administracyjne	-353	-382	-440	-459	-486
Koszty operacyjne	-626	-733	-855	-898	-951
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 106	1 525	2 274	1 558	1 683
Saldo rezerw	-795	-1 057	-1 201	-1 186	-1 089
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	-1	10	0	0
Zysk brutto	311	467	1 083	372	594
Podatek dochodowy	3	-7	-136	-71	-113
Zyski udziałowców mniejszościowych	-5	-10	5	5	6
Zysk netto	309	450	952	306	487
<i>Skorygowany zysk netto</i>	<i>9€</i>	<i>35€</i>	<i>304</i>	<i>30€</i>	<i>487</i>
Zyski zatrzymane	309	450	952	306	487

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

Roczne stopy wzrostu głównych pozycji rachunku zysków i strat Getin Noble Banku

(%)	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	34	28	15	10
Przychody pozaodsetkowe	27	48	-49	2
Przychody ogółem	30	39	-22	7
Koszty operacyjne	17	17	5	6
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	38	49	-32	8
Zysk netto	46	111	-68	59

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat Getin Noble Banku

(%)	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,77	2,77	2,71	2,78
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,86	2,86	2,81	2,87
Spread odsetkowy	2,43	2,36	2,28	2,33
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	53,4	56,9	37,1	35,4
Koszty / Przychody	32,5	27,3	36,6	36,1
Koszty / Aktywa	1,93	1,75	1,58	1,55
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	3,50	3,15	2,72	2,37
Efektywna stopa podatkowa (%)	1,4	12,6	19,0	19,0
ROE	14,6	25,0	6,6	9,2
ROA	1,19	1,95	0,54	0,79

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

Bilans Getin Noble Banku

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	909	1 976	1 620	1 749	1 866
Należności od sektora finansowego	1 069	2 601	5 768	6 871	8 354
Kredyty i pożyczki	26 152	34 193	42 162	45 077	46 985
Dłużne papiery wartościowe	3 849	2 838	3 264	3 591	3 950
Akcje, udziały i inne inwestycje	0	0	680	714	750
Aktywa trwałe	138	179	152	160	168
Wartości niematerialne i prawne	96	100	35	37	38
Inne aktywa	913	912	982	1 058	1 107
Aktywa ogółem	33 127	42 798	54 663	59 257	63 218
Zobowiązania wobec sektora finansowego	738	713	820	861	861
Depozyty	28 237	37 026	46 282	49 985	53 308
Wyemitowane papiery wartościowe	901	81	420	441	463
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	400	400	400
Inne zobowiązania	362	1 684	2 429	2 552	2 681
Zobowiązania ogółem	30 237	39 504	50 351	54 239	57 713
Kapitały własne	2 890	3 294	4 312	5 018	5 505
Pasywa ogółem	33 127	42 798	54 663	59 257	63 218

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

Roczne stopy wzrostu głównych pozycji bilansowych Getin Noble Banku

(%)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki		31	23	7	4
Aktywa ogółem		29	28	8	7
Depozyty		31	25	8	7
Kapitały własne		14	31	16	10

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE

Główne wskaźniki bilansu Getin Noble Banku

(%)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	7,6	10,0	12,7	14,5	14,1
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	76,2	70,2	63,1	67,4	79,9
Kredyty / Aktywa	78,9	79,9	77,1	76,1	74,3
Depozyty / Aktywa	85,2	86,5	84,7	84,4	84,3
Kredyty / Depozyty	92,6	92,3	91,1	90,2	88,1
Kapitały własne / Aktywa	8,7	7,7	7,9	8,5	8,7
Współczynnik wypłacalności	11,1	9,5	9,5	10,5	10,6
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	11,1	9,5	8,5	9,7	9,8

Źródło: Getin Noble Bank, DI BRE



Banki
Polska

Cena bieżąca	73,95 PLN
Cena docelowa	72,00 PLN
Kapitalizacja	9,7 mld PLN
Free float	2,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,31 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Citigroup	75,0%
Pozostali	25,0%

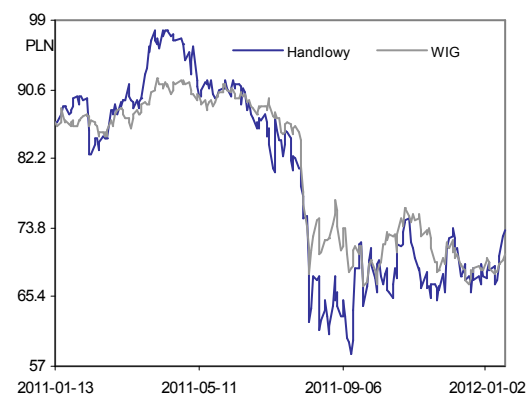
Profil spółki

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 na poziomie 18%. Średnioterminowa strategia banku ogłoszona na początku 2010 zakłada, że bank osiągnie w 2012 ROE powyżej 18% przy ROA na poziomie przynajmniej 2,5% i wskaźniki koszty/dochody poniżej 50%.

Ważne daty

06.02.2012 - publikacja raportu za 4Q 2011
16.03.2012 - publikacja raportu za 2011
10.05.2012 - publikacja raportu za 1Q 2012

Kurs akcji Handlowego na tle WIG



Iza Rokicka

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

Handlowy Trzymaj

BHW PW; BAHA.WA

(Podtrzymana)

Zalecamy zneutralizowanie pozycji

Podtrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na walory Handlowego na poziomie 72,0 PLN i utrzymujemy rekomendację Trzymaj. Choć w naszej opinii zysk netto banku, jako jedynego wśród podmiotów przez nas analizowanych, może wzrosnąć w 2012 (o 3% względem spadku o 7% dla spółek porównywalnych), uważamy, że jest to uwzględnione w obecnej wycenie banku na wskaźniku 2012 P/E na poziomie 13,3x. W naszej opinii 8% premia względem średniej dla spółek porównywalnych jest usprawiedliwiona przez oczekiwaną stopę dywidendy na poziomie 3,6%.

OCzekujemy silnej akcji kredytowej w 2012, znacznie powyżej rynku

Nasze konserwatywne podejście do tempa wzrostu kredytów hipotecznych w sektorze w 2012 (+1% R/R po 19% wzrostu w 2011) oraz praktycznie brak tychże kredytów w portfelu Handlowego (udział poniżej 4%), skutkuje tym, że bank powinien pozytywnie wyróżniać się na tle grupy porównawczej relatywnie wysoką dynamiką akcji kredytowej. Choć uważamy, że po bardzo dobrym roku 2011, kiedy kredyty w Handlowym wzrosły najprawdopodobniej o 14% R/R, oczekujemy spowolnienia do 7%, jest to wynik blisko dwukrotnie wyższy niż prognozowany dla całego sektora.

Po bardzo słabym roku 2011, oczekujemy 3% wzrostu zysków w 2012

Rok 2011 nie był zdecydowanie udany dla Handlowego. Oczekujemy, że zysk netto spadł o 7% do 703 mln PLN. Powodem tego był przede wszystkim spadający wynik odsetkowy, ale również wynik prowizyjny i handlowy. Uważamy, że w 2012 możemy mieć do czynienia z efektem niskiej bazy, a w konsekwencji Handlowy będzie w stanie dostarczyć nie tylko pozytywnej dynamiki przychodów, ale również i zysków.

Dywidenda w 2012 niższa, ale potencjał na przyszłość pozostaje

Współczynnik Tier-1 za 3Q 2011 na poziomie 16,5% pozwala Zarządowi banku budować wartość dla akcjonariuszy poprzez politykę wypłacania wysokich dywidend. Niestety w 2012 bank najprawdopodobniej wypłaci dywidendę poniżej swojego potencjału w konsekwencji działań regulatora rynku, który zaleca całemu sektorowi budowanie bazy kapitałowej. Zgodnie z wytycznymi KNF obliczyliśmy, że Handlowy wypłaci tylko 50% wyniku za 2011 w formie dywidendy, czyli 2,69 PLN na akcję (3,6% yield'u). Niemniej jednak uważamy, że Handlowy ma nadal potencjał wypłacania wysokich dywidend w przyszłości. Oczekujemy, że 100% zysku za 2012 trafi do akcjonariuszy, co obecnie oznacza 7,5% yield'u.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 505	1 497	1 419	1 472	1 500
WNDB	2 423	2 563	2 402	2 492	2 589
Zysk operacyjny*	1 201	1 184	983	1 025	1 074
Zysk netto	504	755	703	727	778
Marża odsetkowa (%)	3,75	3,99	3,70	3,72	3,71
Koszty / Przychody (%)	53,5	53,7	59,2	58,9	58,6
ROE (%)	8,5	11,9	10,9	11,0	11,4
EPS (PLN)	3,86	5,78	5,38	5,56	5,95
BVPS (PLN)	47,45	49,69	49,09	51,96	52,35
DPS (PLN)**	3,77	5,72	2,69	5,56	5,95
P/E (x)	19,2	12,8	13,7	13,3	12,4
P/BV (x)	1,56	1,49	1,51	1,42	1,41
Stopa dywidendy (%)**	5,1	7,7	3,6	7,5	8,1

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

Prognoza wyników za 4Q 2011

Kolejny mocny kwartał z zyskiem na 188 mln PLN, +3% Q/Q

Prognozujemy, że Handlowy zaraportuje zysk netto na poziomie 188 mln PLN, czyli o 3% wyższy niż w 3Q 2011. Będzie to możliwe dzięki silnemu wynikowi odsetkowemu oraz kontroli kosztów operacyjnych.

Sądzymy, że wartości bilansowe na koniec roku będą naznaczone dużą sezonowością: słabszy kwartał w kredytach korporacyjnych oraz bardzo silny kwartał w depozytach korporacyjnych. W detalu oczekujemy płaskich dynamik Q/Q zarówno w kredytach jak i w depozytach. Prognozujemy silny wzrost wyniku odsetkowego, o 3% Q/Q do 367 mln PLN. Oczekujemy, że podwyższenie oprocentowania na karach kredytowych o 4p.p. przeprowadzone we wrześniu nareszcie znajdzie odzwierciedlenie w przychodach odsetkowych. Co do wyniku prowizyjnego, jesteśmy mniej optymistyczni i prognozujemy 4% spadek Q/Q z powodu gorszej koniunktury na rynkach finansowych (działalność maklerska oraz sprzedaż produktów inwestycyjnych i ubezpieczeniowych). W wyniku handlowym oczekujemy 8% spadku do 92 mln PLN z wysokiej bazy 3Q 2011. Co do kosztów operacyjnych, prognozujemy poziom o 3% niższy Q/Q, czyli 350 mln PLN. Uważamy, że będzie to możliwe dzięki niższym niż budżetowano premiom i bonusom rocznym. W saldzie rezerw prognozujemy 53% wzrost Q/Q do 25 mln PLN. Nie zakładamy, że bank trzeci kwartał z rzędu uwolni netto w segmencie korporacyjnym.

Prognoza wyników za 4Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	373	374	379	372	347	348	357	367	-1%	3%
Wynik z prowizji	151	166	164	175	170	168	156	150	-14%	-4%
Wynik handlowy	81	141	118	71	86	61	100	92	31%	-8%
Przychody z działalności bankowej	605	682	660	617	603	577	612	609	-1%	-1%
Pozostałe przychody netto	-5	8	7	-13	7	-1	-4	3	+/-	+/-
Przychody pozaodsetkowe	227	315	288	232	263	228	252	245	6%	-3%
Przychody ogółem	600	689	667	603	611	576	608	612	1%	1%
Koszty osobowe	-158	-174	-174	-161	-171	-171	-171	-161	0%	-5%
Amortyzacja	-17	-16	-15	-15	-14	-15	-15	-16	4%	2%
Koszty rzeczowe	-151	-161	-159	-176	-161	-182	-173	-173	-1%	0%
Koszty ogółem	-326	-351	-348	-351	-347	-368	-359	-350	0%	-3%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	274	339	319	252	264	208	249	262	4%	5%
Saldo rezerw	-77	-89	-63	-13	-42	-15	-16	-25	93%	53%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	0	0	-1	+/-	+/-
Zysk brutto	197	250	257	240	222	192	233	237	-1%	2%
Podatek dochodowy	-46	-51	-46	-45	-41	-41	-50	-49	10%	-2%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-
Zysk netto	151	198	211	195	181	151	183	188	-4%	3%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,96	3,85	3,72	3,77	2,71	2,67	3,68	3,80		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	37,9	45,7	43,2	38,4	43,1	39,6	41,4	40,0		
Koszty/przychody (%)	54,3	50,9	52,1	58,2	56,7	63,9	59,0	57,1		
Koszty ryzyka (pb.)	263	308	219	45	142	51	52	77		
Efektywna stopa podatkowa (%)	23,3	20,6	17,9	18,7	18,5	21,3	21,5	20,7		
Kredyty netto	11 580	11 482	11 586	11 593	12 112	12 207	13 015	13 162	14%	1%
Aktywa ogółem	37 714	40 136	41 300	37 518	64 957	39 357	38 194	39 088	4%	2%
Depozyty	18 294	21 174	18 930	20 423	17 342	17 773	18 059	19 962	-2%	11%
Kapitały własne	6 481	6 132	6 349	6 493	6 648	6 096	6 226	6 414	-1%	3%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	30,7	28,6	28,1	30,9	18,6	31,0	34,1	33,7		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	48,5	52,8	45,8	54,4	26,7	45,2	47,3	51,1		
Kredyty/depozyty (%)	63,3	54,2	61,2	56,8	69,8	68,7	72,1	65,9		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	17,2	15,3	15,4	17,3	10,2	15,5	16,3	16,4		
ROA (%)	1,60	2,04	2,07	1,98	1,41	1,16	1,88	1,94		
ROE (%)	9,5	12,6	13,5	12,1	11,0	9,5	11,9	11,9		

Źródło: Handlowy, DI BRE

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	703	727	778	831	883	934	983	1 030	1 074	1 117		
Zmiana R/R (%)	-6,9	3,4	7,0	6,8	6,3	5,8	5,3	4,8	4,3	4,0	4,0	
Kapitały własne	6 414	6 790	6 841	6 894	6 979	7 101	7 264	7 469	7 720	8 022		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	50,0	100,0	100,0	96,0	91,9	87,9	83,9	79,9	75,8	71,8	71,8	
ROE (%)	10,9	11,0	11,4	12,1	12,7	13,3	13,7	14,0	14,1	14,2	14,2	
Koszt kapitału własnego (%)	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		0,2	0,6	1,2	1,9	2,4	2,8	3,1	3,3	3,3	3,3	
Zysk rezydualny		11	39	86	131	170	204	231	250	263	3 833	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,40	
Zdyskontowany zysk rezydualny		10	32	63	87	102	111	113	110	104	1 523	
Kapitały własne na koniec 2011												6 414
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P												41
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												690
Zdyskontowana wartość rezydualna												1 523
Wartość godziwa												8 669
Liczba akcji (mln)												130,7
Wartość godziwa na akcję (PLN)												66,3
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												72,0
Cena obecna (PLN)												73,95
Potencjał zmiany												-2,6%

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 366	1 505	1 497	1 419	1 472	1 500
Wynik z prowizji	619	561	655	643	662	709
Wynik handlowy	328	357	411	340	358	380
Wynik na działalności bankowej	2 313	2 423	2 563	2 402	2 492	2 589
Pozostały przychody operacyjne netto	93	161	-3	6	3	3
Przychody pozaodsetkowe	1 040	1 079	1 062	988	1 023	1 092
Przychody ogółem	2 405	2 585	2 560	2 407	2 495	2 592
Koszty osobowe	-697	-646	-666	-674	-691	-708
Amortyzacja	-97	-79	-62	-60	-62	-64
Pozostałe koszty administracyjne	-702	-659	-647	-690	-717	-746
Koszty operacyjne	-1 496	-1 384	-1 375	-1 424	-1 470	-1 518
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	910	1 201	1 184	983	1 025	1 074
Saldo rezerw	-153	-546	-243	-99	-116	-102
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	3	0	1	0	0	0
Zysk brutto	759	655	943	884	909	973
Podatek dochodowy	-159	-151	-188	-181	-182	-195
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	600	504	755	703	727	778
Zyski zatrzymane	600	12	7	351	0	0

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	13	10	-1	-5	4	2
Przychody pozaodsetkowe	-21	4	-2	-7	4	7
Przychody ogółem	-4	7	-1	-6	4	4
Koszty operacyjne	-2	-7	-1	4	3	3
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	-8	32	-1	-17	4	5
Zysk netto	-27	-16	50	-7	3	7

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,35	3,75	3,99	3,70	3,72	3,71
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,60	4,05	4,32	3,99	4,01	3,99
Spread odsetkowy	2,63	3,45	3,89	3,50	3,48	3,46
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	43,2	41,8	41,5	41,0	41,0	42,1
Koszty / Przychody	62,2	53,5	53,7	59,2	58,9	58,6
Koszty / Aktywa	3,67	3,45	3,66	3,72	3,72	3,75
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	1,16	4,22	2,06	0,80	0,85	0,70
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,9	23,0	19,9	20,5	20,0	20,0
ROE	10,7	8,5	11,9	10,9	11,0	11,4
ROA	1,47	1,26	2,01	1,84	1,84	1,92

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 531	4 113	3 207	1 397	985	1 016
Należności od sektora finansowego	3 696	4 803	2 950	3 005	3 153	2 865
Kredyty i pożyczki	13 886	11 975	11 593	13 162	14 080	15 017
Dłużne papiery wartościowe	18 700	13 687	17 025	18 728	18 915	19 104
Akcje, udziały i inne inwestycje	68	81	80	80	80	80
Aktywa trwałe	572	505	475	490	504	530
Wartości niematerialne i prawne	37	37	40	41	42	44
Inne aktywa	2 061	2 432	2 147	2 186	2 211	2 259
Aktywa ogółem	42 550	37 633	37 518	39 088	39 971	40 915
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 922	5 716	6 007	6 308	6 434	6 562
Depozyty	19 935	20 572	20 423	19 962	19 704	20 326
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	12	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	9 067	5 146	4 583	6 405	7 043	7 185
Zobowiązania ogółem	36 925	31 434	31 025	32 674	33 181	34 074
Kapitały własne	5 626	6 199	6 493	6 414	6 790	6 841
Pasywa ogółem	42 550	37 633	37 518	39 088	39 971	40 915

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	11	-14	-3	14	7	7
Aktywa ogółem	9	-12	0	4	2	2
Depozyty	1	3	-1	-2	-1	3
Kapitały własne	0	10	5	-1	6	1

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	12,2	16,5	15,1	11,1	10,5	9,6
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	74,3	63,9	67,2	79,2	85,1	94,1
Kredyty / Aktywa	32,6	31,8	30,9	33,7	35,2	36,7
Depozyty / Aktywa	46,9	54,7	54,4	51,1	49,3	49,7
Kredyty / Depozyty	69,7	58,2	56,8	65,9	71,5	73,9
Kapitały własne / Aktywa	13,2	16,5	17,3	16,4	17,0	16,7
Współczynnik wypłacalności	12,1	16,7	18,8	17,1	17,9	17,4
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,1	16,7	18,8	17,1	17,9	17,4

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	80,7 PLN
Cena docelowa	80,00 PLN
Kapitalizacja	10,5 mld PLN
Free float	2,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,43 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING	75,0%
Pozostali	25,0%

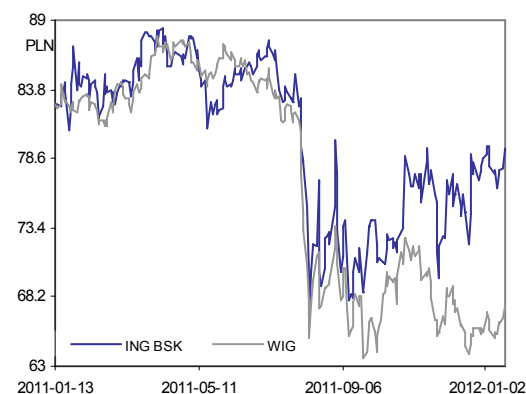
Profil spółki

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 jednym z najniższych wśród banków giełdowych wskaźnikiem kredyty/depozytów, ok. 78%. Nadwyżki płynnościowe lokowane są w papiery dłużne, głównie polskie obligacje rządowe. Baza depozytowa zdominowana jest przez oszczędności detaliczne. W portfelu kredytowym dominują kredyty korporacyjne, chociaż spółka stopniowo zdobywa udziały rynkowe w kredytach detalicznych, w szczególności hipotecznych.

Ważne daty

09.02.2012 - publikacja raportu za 2011
31.03.2012 - publikacja raportu za 1Q 2012

Kurs akcji ING BSK na tle WIG



Iza Rokicka

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

ING BSK

BSK PW; SLAS.WA

Trzymaj

(Obniżona)

Rozsądna wycena, ryzyka zbilansowane

Ze względu na zrewidowanie w dół naszych prognoz zysku dla ING BSK o 13-12% na lata 2012-2013, obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 11% do 80 PLN. Ponieważ obecny potencjał spadku wynosi jedynie 1%, obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj z Kupuj poprzednio. Choć uważamy, że tempo spadku zysku netto w 2012 będzie mniejsze niż średnio w sektorze, bank jest wyceniany na wskaźniku P/E na poziomie 12,2x, tylko 3% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Ponadto, zwracamy uwagę, że po nabyciu udziałów w ING ABL, ING BSK prawdopodobnie wypłaci tylko symboliczną dywidendę za 2011 ze stopą dywidendy poniżej 1%.

Trend rosnących udziałów rynkowych w kredytach podtrzymany

Ponieważ ING BSK nie sprzedawał walutowych kredytów hipotecznych już od początku 2009 oraz fakt, że bank nie oferował kredytów w ramach programu „Rodzina na Swoim”, oczekiwany spadek sprzedaży kredytów hipotecznych w 2012 w ING BSK może być mniejszy niż średnia dla sektora. To oraz fakt, że bank jest trzecim największym bankiem korporacyjnych wśród podmiotów przez nas analizowanych, pozwala nam oczekiwać, że tempo przyrostu kredytów w 2012 będzie wyższe niż średnia w sektorze. Akcje kredytową będzie również wspierać płynny bilans ze wskaźnikiem kredyty/depozytów na poziomie 78%, brak finansowania zewnętrznego oraz zadowalająca kondycja spółki matki.

Wzrost przychodów niezagrożony, poza wynikiem prowizyjnym

Przy wzroście portfela kredytowego oraz stabilizującej się marży odsetkowej na poziomie 2,6%, prognozujemy, że ING BSK będzie w stanie wygenerować w 2012 satysfakcjonującą dynamikę wyniku odsetkowego, +5% R/R. Z drugiej strony, sceptycznie oceniamy możliwość przyrostu wyniku prowizyjnego, które będzie pod presją nie tylko malejących przychodów z tytułu obsługi rachunków, ale również działalności maklerskiej czy funduszy inwestycyjnych. Per saldo, w 2012 prognozujemy 3% wzrost zarówno przychodów z działalności podstawowej jak i przychodów ogółem.

Dywidenda za 2011 prawdopodobnie jedynie symboliczna

Choć ING BSK spełnił wymagania narzucone przez KNF i był wymieniony w gronie banków, które będą mogły wypłacić dywidendę, uważamy, że będzie miała ona wymiar jedynie symboliczny. W naszej opinii, miała na to wpływ transakcja zakupu ING ABL. Zakładamy wskaźnik wypłaty dywidendy za 2011 na poziomie 10%, co oznacza dywidendę na akcję na poziomie 0,68 PLN oraz stopę dywidendy poniżej 1%.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 402	1 628	1 851	1 942	2 040
WNDB	2 488	2 683	2 907	2 993	3 130
Zysk operacyjny*	991	1 097	1 253	1 287	1 361
Zysk netto	595	753	886	859	946
Marża odsetkowa (%)	2,17	2,62	2,68	2,61	2,63
Koszty / Przychody (%)	60,0	59,1	57,1	57,2	56,8
ROE (%)	13,1	14,3	14,7	12,6	12,6
EPS (PLN)	4,57	5,79	6,81	6,61	7,27
BVPS (PLN)	37,54	43,43	49,30	55,22	60,51
DPS (PLN)**	0,00	1,50	0,68	1,98	3,64
P/E (x)	17,6	13,9	11,9	12,2	11,1
P/BV (x)	2,15	1,86	1,64	1,46	1,33
Stopa dywidendy (%)**	0,0	1,9	0,8	2,5	4,5

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

Prognoza wyników za 4Q 2011

Zysk netto na poziomie 219 mln PLN, płasko Q/Q

Prognozujemy, że zysk netto ING BSK w 4Q 2011 pozostanie na niezmienionym poziomie Q/Q i wyniesie 219 mln PLN. Nie wykluczamy kolejnych negatywnych wycen instrumentów pochodnych w wyniku handlowym oraz ostrożnościowego dorezerwowania portfela kredytowego na koniec roku.

Prognozujemy silny wzrost portfela kredytowego, o 3% Q/Q, dzięki wysokiej sprzedaży kredytów korporacyjnych. W depozytach również oczekujemy wysokiej dynamiki, +3% Q/Q, częściowo dzięki wyższemu oprocentowaniu kont oszczędnościowych (+25p.b. we wrześniu), a częściowo z powodu sezonowo mocnego kwartału w oszczędnościach korporacji. Wynik odsetkowy prognozujemy na praktycznie płaskim poziomie Q/Q, w wysokości 479 mln PLN. Obawiamy się presji na marżę depozytową wywołaną zarówno ostrzejszą konkurencją na rynku o depozyty detaliczne jak i podwyżką oprocentowania depozytów. W wyniku prowizyjnym spodziewamy się lekkiego spadku Q/Q, o 1%, z powodu słabszej koniunktury na rynku kapitałowym. Co do wyniku handlowego, oczekujemy tylko 8 mln PLN, ponieważ nie możemy wykluczyć strat na wycenie instrumentów finansowych. W kosztach operacyjnych oczekujemy stabilizacji Q/Q na poziomie 420 mln PLN. Naszym zdaniem 2% wzrost Q/Q kosztów osobowych zostanie zbilansowany 3% spadkiem Q/Q kosztów administracyjnych. W saldzie rezerw spodziewamy się wzrostu o 126% Q/Q do 61 mln PLN z powodu niskiej bazy 3Q 2011 (bank rozwiązał wówczas 26 mln rezerw w segmencie korporacyjnym). Przełoży się to na koszt ryzyka w wysokości 61p.b. (+32p.b. Q/Q).

Prognoza wyników za 4Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	390	405	410	422	435	460	477	479	14%	0%
Wynik z prowizji	228	247	256	256	251	258	261	258	1%	-1%
Wynik handlowy	26	11	17	14	29	15	-24	8	-44%	+/-
Przychody z działalności bankowej	645	663	683	692	715	732	715	745	8%	4%
Pozostałe przychody netto	10	5	-6	-12	8	2	3	3	+/-	19%
Przychody pozaodsetkowe	264	263	267	258	288	275	240	269	4%	12%
Przychody ogółem	654	668	677	680	723	734	717	748	10%	4%
Koszty osobowe	-179	-187	-196	-259	-201	-206	-213	-218	-16%	2%
Amortyzacja	-29	-29	-30	-32	-31	-32	-34	-33	2%	-3%
Koszty rzeczowe	-186	-187	-169	-99	-177	-182	-175	-169	72%	-3%
Koszty ogółem	-394	-403	-395	-390	-409	-420	-422	-420	8%	0%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	260	265	282	290	314	315	295	328	13%	11%
Saldo rezerw	-48	-39	-55	-61	-57	-38	-27	-61	0%	126%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	7	11	11	12	10	13	8	7	-43%	-13%
Zysk brutto	219	236	237	241	267	290	277	274	14%	-1%
Podatek dochodowy	-42	-45	-45	-49	-55	-56	-56	-55	11%	-3%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-
Zysk netto	178	192	192	192	213	234	220	219	14%	0%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,56	2,62	2,65	2,66	2,67	2,76	2,70	2,60		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	40,3	39,3	39,4	38,0	39,9	37,4	33,4	36,0		
Koszty/przychody (%)	60,2	60,4	58,4	57,4	56,5	57,2	58,8	56,1		
Koszty ryzyka (pb.)	63	51	68	72	65	42	28	61		
Efektywna stopa podatkowa (%)	19,1	18,9	18,9	20,5	20,4	19,4	20,4	20,0		
Kredyty netto	30 160	31 781	33 321	34 509	35 332	37 095	39 790	41 042	19%	3%
Aktywa ogółem	62 089	61 583	62 166	64 518	65 840	67 501	73 696	73 440	14%	0%
Depozyty	46 184	45 954	47 668	47 400	46 462	48 286	50 759	52 472	11%	3%
Kapitały własne	5 132	5 280	5 530	5 651	5 782	5 951	6 195	6 414	14%	4%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	48,6	51,6	53,6	53,5	53,7	55,0	54,0	55,9		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	74,4	74,6	76,7	73,5	70,6	71,5	68,9	71,4		
Kredyty/depozyty (%)	65,3	69,2	69,9	72,8	76,0	76,8	78,4	78,2		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,3	8,6	8,9	8,8	8,8	8,8	8,4	8,7		
ROA (%)	1,16	1,24	1,24	1,21	1,30	1,40	1,25	1,19		
ROE (%)	14,2	14,7	14,2	13,7	14,9	15,9	14,5	13,9		

Źródło: ING BSK, DI BRE

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	886	859	946	1 057	1 168	1 275	1 375	1 466	1 543	1 605		
Zmiana R/R (%)	17,6	-3,0	10,1	11,8	10,5	9,2	7,9	6,6	5,3	4,0	4,0	
Kapitały własne	6 414	7 184	7 873	8 457	9 065	9 688	10 313	10 929	11 524	12 085		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	10,0	30,0	50,0	52,9	55,9	58,8	61,8	64,7	67,6	70,6	70,6	
ROE (%)	14,7	12,6	12,6	12,9	13,3	13,6	13,8	13,8	13,7	13,6	13,6	
Koszt kapitału własnego (%)	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		1,8	1,7	2,1	2,5	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,8	
Zysk rezydualny		122	129	171	217	258	290	313	325	325	4 739	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,40	
Zdyskontowany zysk rezydualny		110	106	126	145	155	157	153	143	129	1 883	
Kapitały własne na koniec 2011												6 414
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P												216
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												1 008
Zdyskontowana wartość rezydualna												1 883
Wartość godziwa												9 521
Liczba akcji (mln)												130,1
Wartość godziwa na akcję (PLN)												73,2
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												80,0
Cena obecna (PLN)												80,7
Potencjał zmiany												-0,9%

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 253	1 402	1 628	1 851	1 942	2 040
Wynik z prowizji	890	964	987	1 029	1 012	1 048
Wynik handlowy	-82	121	68	27	40	42
Wynik na działalności bankowej	2 060	2 488	2 683	2 907	2 993	3 130
Pozostały przychody operacyjne netto	27	-10	-3	16	15	17
Przychody pozaodsetkowe	835	1 076	1 052	1 072	1 067	1 107
Przychody ogółem	2 087	2 478	2 679	2 923	3 008	3 147
Koszty osobowe	-783	-717	-822	-837	-860	-892
Amortyzacja	-134	-124	-121	-129	-135	-140
Pozostałe koszty administracyjne	-591	-647	-640	-704	-727	-754
Koszty operacyjne	-1 507	-1 488	-1 583	-1 670	-1 721	-1 786
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	580	991	1 097	1 253	1 287	1 361
Saldo rezerw	-66	-304	-204	-183	-246	-215
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	48	52	41	38	20	21
Zysk brutto	563	738	934	1 108	1 061	1 168
Podatek dochodowy	-118	-143	-181	-222	-202	-222
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	445	595	753	886	859	946
Zyski zatrzymane	445	595	558	797	602	473

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	20	12	16	14	5	5
Przychody pozaodsetkowe	-14	29	-2	2	-1	4
Przychody ogółem	3	19	8	9	3	5
Koszty operacyjne	9	-1	6	6	3	4
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	-9	71	11	14	3	6
Zysk netto	-29	34	27	18	-3	10

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,06	2,17	2,62	2,68	2,61	2,63
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,11	2,22	2,68	2,75	2,67	2,69
Spread odsetkowy	1,87	2,03	2,48	2,52	2,41	2,43
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	40,0	43,4	39,3	36,7	35,5	35,2
Koszty / Przychody	72,2	60,0	59,1	57,1	57,2	56,8
Koszty / Aktywa	2,48	2,30	2,54	2,42	2,31	2,30
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,31	1,08	0,63	0,49	0,59	0,49
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,9	19,4	19,4	20,1	19,0	19,0
ROE	11,1	13,1	14,3	14,7	12,6	12,6
ROA	0,73	0,92	1,21	1,28	1,15	1,22

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 370	2 657	2 394	1 837	1 866	1 975
Należności od sektora finansowego	7 787	1 184	1 181	3 335	5 213	6 596
Kredyty i pożyczki	25 743	30 593	34 509	41 042	43 170	45 357
Dłużne papiery wartościowe	33 180	24 001	24 825	25 570	23 524	23 995
Akcje, udziały i inne inwestycje	107	116	157	141	148	156
Aktywa trwałe	544	549	544	517	538	559
Wartości niematerialne i prawne	92	104	118	130	134	141
Inne aktywa	787	681	788	868	882	897
Aktywa ogółem	69 610	59 883	64 518	73 440	75 474	79 676
Zobowiązania wobec sektora finansowego	11 993	3 974	4 039	9 088	9 361	9 641
Depozyty	47 067	47 585	47 400	52 472	53 301	56 438
Wyemitowane papiery wartościowe	5 147	2 192	5 974	3 584	3 656	3 656
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	1 182	1 249	1 454	1 882	1 973	2 067
Zobowiązania ogółem	65 388	54 999	58 867	67 027	68 290	71 803
Kapitały własne	4 222	4 884	5 651	6 414	7 184	7 873
Pasywa ogółem	69 610	59 883	64 518	73 440	75 474	79 676

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	57	19	13	19	5	5
Aktywa ogółem	34	-14	8	14	3	6
Depozyty	6	1	0	11	2	6
Kapitały własne	10	16	16	14	12	10

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	1,9	3,7	4,2	3,9	4,0	4,0
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	100,0	75,7	72,0	75,7	83,1	90,9
Kredyty / Aktywa	37,0	51,1	53,5	55,9	57,2	56,9
Depozyty / Aktywa	67,6	79,5	73,5	71,4	70,6	70,8
Kredyty / Depozyty	54,7	64,3	72,8	78,2	81,0	80,4
Kapitały własne / Aktywa	6,1	8,2	8,8	8,7	9,5	9,9
Współczynnik wypłacalności	10,4	12,0	13,1	12,2	13,3	13,8
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	10,4	12,0	13,1	12,2	13,3	13,8

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	9,61 PLN
Cena docelowa	9,10 PLN
Kapitalizacja	2,6 mld PLN
Free float	0,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	4,19 mln PLN

Struktura akcjonariatu

KBC	80,0%
Pioneer FIO	7,4%
Pozostali	12,6%

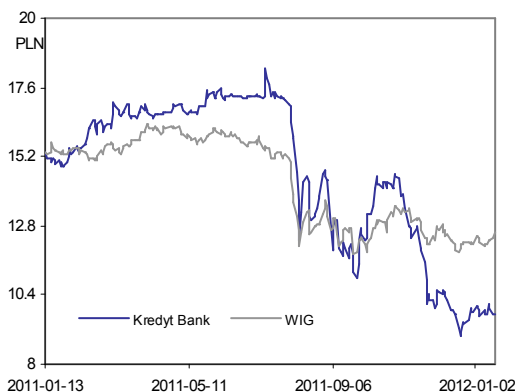
Profil spółki

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. 65% stanowią kredyty walutowe. Pod koniec 2008 bank rozpoczął proces restrukturyzacji kosztowej, która pozwoliła obniżyć wskaźnik koszty/dochodów do ok. 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

09.02.2012 - publikacja raportu za 4Q 2011
24.02.2012 - publikacja raportu za 2011

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 Redukuj

KRB PW; BKRE.WA

(Obniżona)

Rok 2012 obarczony znacznymi wyzwaniami

Z powodu rewizji w dół naszych prognoz zysku o 35-37% na lata 2012-2013, obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 31% do 9,1 PLN oraz naszą rekomendację do Redukuj z Trzymaj. W naszej opinii, Kredyt Bank stoi przed znacznymi wyzwaniami w 2012. Na froncie biznesowym wyzwaniem jest sprzedaż kredytów hipotecznych, jako jednego z głównych produktów akwizycyjnych, na froncie finansowania rosnący koszt finansowania związany z rolowaniem kredytów udzielonych przez KBC w 2007, a na froncie kapitałowym najniższy w sektorze współczynnik Tier-1. Uważamy, że przy zwrocie na kapitałach własnych za 2012 na poziomie 7,1%, wycena na wskaźniku 2011 P/BV na poziomie 0,85x jest nadal mało atrakcyjna.

Przychody pod presją marży odsetkowej oraz wyniku prowizyjnego

Przy braku wzrostu salda kredytów oraz przy presji na koszt finansowania (czy to przy okazji odnawiania we wrześniu finansowania z KBC czy z tytułu pozyskiwania nowych depozytów), prognozujemy spadek wyniku odsetkowego w 2012. Ponadto, przy braku koniunktury na rynkach finansowych trudno będzie wygenerować pozytywną dynamikę wyniku prowizyjnego, nawet pomimo niskiej bazy 2011. W końcu, w wyniku handlowym należy się liczyć ze spadkiem przychodów z tytułu wymiany walut powiązanych ze sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych.

Oczekujemy znacznego wzrostu kosztu ryzyka, po bardzo dobrym 2011 wspartym przez transakcje o charakterze jednorazowym

Prognozujemy, że raportowany koszt ryzyka w 2011 wyniesie tylko 68p.b. (-109p.b. R/R), dzięki pozytywnemu efektowi sprzedaży kredytów z utratą wartości. Po oczyszczeniu o transakcje o charakterze jednorazowym, zakładamy, że koszt ryzyka w 2012 wzrośnie o ok. 35p.b. R/R z 80p.b. do 105p.b., co spowoduje wzrost salda rezerw o 74% do 336 mln PLN. Obawiamy się, że większego obrezerwowania będzie wymagał nie tylko portfel kredytów hipotecznych, ale również segment kredytów korporacyjnych dedykowany małym i średnim przedsiębiorcom.

Ryzykiem dla naszej rekomendacji jest sprzedaż banku przez KBC

Największym ryzykiem dla naszej negatywnej rekomendacji pozostaje nadal otwarty, choć prowadzony w sposób mało przejrzysty, proces sprzedaży Kredyt Banku. Uważamy, że przy problemie niewystarczających kapitałów pierwszej kategorii w bankach europejskich jest mało prawdopodobne, żeby Kredyt Bank został sprzedany z premią do wyceny rynkowej.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 061	1 128	1 173	1 163	1 207
WNDB	1 530	1 588	1 541	1 549	1 602
Zysk operacyjny*	848	703	619	619	640
Zysk netto	35	186	324	226	266
Marża odsetkowa (%)	2,73	2,74	2,61	2,48	2,50
Koszty / Przychody (%)	54,7	56,9	61,9	62,1	61,8
ROE (%)	1,3	6,9	11,0	7,1	7,8
EPS (PLN)	0,13	0,68	1,19	0,83	0,98
BVPS (PLN)	9,53	10,41	11,32	12,15	13,13
DPS (PLN)**	0,00	0,37	0,00	0,00	0,29
P/E (x)	75,5	14,0	8,1	11,5	9,8
P/BV (x)	1,01	0,92	0,85	0,79	0,73
Stopa dywidendy (%)**	0,0	3,9	0,0	0,0	3,1

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

Prognoza wyników za 4Q 2011

Bardzo słaby kwartał z zyskiem na poziomie tylko 41 mln PLN

Prognozujemy niski poziom zysku netto w Kredyt Bank w 4Q 2011 w wysokości tylko 41 mln PLN oraz spadek wyniku netto o 32% Q/Q. Wpływanie na to zawiązanie rezerwy na Żagla w wysokości 35 mln PLN oraz spadek Q/Q przychodów podstawowych.

Oczekujemy lekkiej pozytywnej dynamiki Q/Q w saldzie kredytów i silnego wzrostu Q/Q w depozytach (+6%). Promocja depozytów detalicznych nie tylko przełoży się na wysoki wolumen oszczędności, ale również na niższą o 13p.b. Q/Q marżę odsetkową. W konsekwencji prognozujemy 2% spadek wyniku odsetkowego Q/Q do poziomu 219 mln PLN. Uważamy, że słaby będzie również wynik prowizyjny (-3% Q/Q do 76 mln PLN) z powodu słabej koniunktury ranków kapitałowych. Uważamy, że najlepiej będzie się prezentował wynik handlowy, przyrastając o 33 mln PLN Q/Q do 25 mln PLN. W 4Q 2011 akcje Dudy zyskały 3% co przełoży się na ok. 0,6 mln PLN zysku. Ponadto oczekujemy wysokiej sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych, co wesprze wynik z tytułu wymiany walut.

W kosztach operacyjnych prognozujemy 4% spadek Q/Q, z powodu wysokiej bazy 3Q 2011 (bank zaksięgował wówczas ok. 15 mln PLN dodatkowych rezerw na premie i bonusy). Uważamy, że saldo rezerw może wzrosnąć aż o 116% Q/Q do 108 mln PLN. Największy wpływ na to będzie miała rezerw utworzona na Żagla (potencjalna kara umowna z tytułu odsprzedaży spółki poza grupę KBC poniżej 315 mln PLN) w wysokości 35 mln PLN. Ponadto oczekujemy stabilizacji rezerw w detalu oraz lekkiego zawiązania rezerw w korporacji (po 16,5 mln PLN rozwiązań netto w 3Q 2011). Zwyczajowo również prognozujemy wyższą efektywną stopę podatkową, co jest związane z tzw. cienką kapitalizacją (nie wszystkie koszty odsetkowe od finansowania z KBC są uznawane za koszt podatkowy).

Prognoza wyników za 4Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	277	271	284	297	285	298	298	291	-2%	-2%
Wynik z prowizji	80	76	84	89	80	81	79	76	-14%	-3%
Wynik handlowy	28	34	48	22	20	13	-7	25	17%	+/-
Przychody z działalności bankowej	385	380	415	408	386	393	370	393	-4%	6%
Pozostałe przychody netto	16	7	16	4	12	28	22	23	-	4%
Przychody pozaodsetkowe	124	117	148	115	112	122	94	125	8%	33%
Przychody ogółem	400	388	432	412	397	420	392	416	1%	6%
Koszty osobowe	-101	-101	-105	-109	-105	-108	-123	-111	2%	-10%
Amortyzacja	-26	-25	-25	-24	-24	-24	-23	-24	-4%	3%
Koszty rzeczowe	-97	-100	-105	-108	-103	-125	-118	-121	11%	2%
Koszty ogółem	-225	-227	-235	-241	-232	-256	-264	-255	5%	-4%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	176	161	197	170	165	164	128	161	-5%	26%
Saldo rezerw	-98	-141	-122	-111	11	-46	-50	-108	-3%	116%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	1	1	1	1	1	1	1	0	-54%	-54%
Zysk brutto	79	20	76	60	177	120	79	53	-12%	-33%
Podatek dochodowy	-19	-6	-21	-3	-43	-32	-18	-12	-	-36%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-
Zysk netto	60	14	56	57	134	88	61	41	-28%	-32%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,81	2,64	2,66	2,75	2,54	2,63	2,67	2,54		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	30,9	30,2	34,3	27,9	28,2	29,0	23,9	30,0		
Koszty/przychody (%)	56,2	58,5	54,4	58,6	58,5	60,9	67,3	61,3		
Koszty ryzyka (pb.)	152	217	180	164	-17	66	71	148		
Efektywna stopa podatkowa (%)	24,3	31,0	27,1	4,9	24,4	26,6	23,1	22,1		
Kredyty netto	25 156	26 967	27 166	27 282	27 953	27 379	29 157	29 404	8%	1%
Aktywa ogółem	39 636	42 245	43 095	43 374	46 366	44 340	45 094	46 491	7%	3%
Depozyty	24 505	25 652	25 758	25 661	26 696	26 154	26 247	27 739	8%	6%
Kapitały własne	2 755	2 727	2 816	2 828	2 911	2 956	3 033	3 074	9%	1%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	63,5	63,8	63,0	62,9	60,3	61,7	64,7	63,2		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	61,8	60,7	59,8	59,2	57,6	59,0	58,2	59,7		
Kredyty/depozyty (%)	102,7	105,1	105,5	106,3	104,7	104,7	111,1	106,0		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	7,0	6,5	6,5	6,5	6,3	6,7	6,7	6,6		
ROA (%)	0,61	0,13	0,52	0,53	1,19	0,78	0,54	0,36		
ROE (%)	8,9	2,0	8,0	8,1	18,7	12,0	8,1	5,4		

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	324	226	266	314	361	406	449	487	518	539		
Zmiana R/R (%)	74,3	-30,1	17,7	18,0	15,0	12,5	10,5	8,5	6,5	4,0	4,0	
Kapitały własne	3 074	3 301	3 567	3 801	4 055	4 320	4 593	4 866	5 130	5 376		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	30,0	34,4	38,9	43,3	47,7	52,2	56,6	61,0	61,0	
ROE (%)	11,0	7,1	7,8	8,5	9,2	9,7	10,1	10,3	10,4	10,3	10,3	
Koszt kapitału własnego (%)	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		-4,2	-3,6	-2,8	-2,2	-1,6	-1,3	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	
Zysk rezydualny		-135	-123	-104	-85	-69	-57	-50	-49	-57	-779	
Współczynnik dyskonta		0,90	0,81	0,73	0,65	0,59	0,53	0,47	0,43	0,38	0,38	
Zdyskontowany zysk rezydualny		-122	-100	-76	-55	-40	-30	-24	-21	-22	-297	
Kapitały własne na koniec 2011												3 074
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P												-222
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												-268
Zdyskontowana wartość rezydualna												-297
Wartość godziwa												2 287
Liczba akcji (mln)												271,7
Wartość godziwa na akcję (PLN)												8,42
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												9,10
Cena obecna (PLN)												9,61
Potencjał zmiany												-5,3%

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 060	1 061	1 128	1 173	1 163	1 207
Wynik z prowizji	293	304	330	317	314	321
Wynik handlowy	233	165	131	51	73	75
Wynik na działalności bankowej	1 586	1 530	1 588	1 541	1 549	1 602
Pozostały przychody operacyjne netto	50	342	43	85	84	73
Przychody pozaodsetkowe	576	811	504	452	470	468
Przychody ogółem	1 636	1 872	1 632	1 626	1 633	1 675
Koszty osobowe	-536	-457	-417	-446	-449	-458
Amortyzacja	-104	-115	-101	-94	-94	-97
Pozostałe koszty administracyjne	-465	-453	-410	-466	-471	-480
Koszty operacyjne	-1 105	-1 024	-928	-1 007	-1 014	-1 035
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	531	848	703	619	619	640
Saldo rezerw	-108	-803	-472	-193	-336	-307
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	-2	2	3	3	0	0
Zysk brutto	421	47	235	429	283	333
Podatek dochodowy	-96	-12	-49	-105	-57	-67
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	325	35	186	324	226	266
Zyski zatrzymane	325	35	85	324	226	187

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	22	0	6	4	-1	4
Przychody pozaodsetkowe	11	41	-38	-10	4	0
Przychody ogółem	18	14	-13	0	0	3
Koszty operacyjne	13	-7	-9	9	1	2
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	28	60	-17	-12	0	3
Zysk netto	-17	-89	438	74	-30	18

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,22	2,73	2,74	2,61	2,48	2,50
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,32	2,80	2,80	2,67	2,54	2,56
Spread odsetkowy	2,90	2,50	2,59	2,44	2,30	2,33
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	35,2	43,3	30,9	27,8	28,8	28,0
Koszty / Przychody	67,5	54,7	56,9	61,9	62,1	61,8
Koszty / Aktywa	3,35	2,63	2,25	2,24	2,16	2,14
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,50	3,04	1,77	0,68	1,15	1,05
Efektywna stopa podatkowa (%)	22,8	25,9	20,8	24,5	20,0	20,0
ROE	13,2	1,3	6,9	11,0	7,1	7,8
ROA	0,99	0,09	0,45	0,72	0,48	0,55

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	828	1 175	1 944	1 248	1 007	1 070
Należności od sektora finansowego	339	188	1 464	1 978	2 659	3 605
Kredyty i pożyczki	26 733	26 054	27 282	29 404	29 000	29 387
Dłużne papiery wartościowe	9 859	10 696	11 650	12 815	13 456	14 129
Akcje, udziały i inne inwestycje	10	12	15	17	17	17
Aktywa trwałe	422	354	290	261	288	316
Wartości niematerialne i prawne	61	51	50	58	64	70
Inne aktywa	479	547	679	709	727	745
Aktywa ogółem	38 731	39 077	43 374	46 491	47 218	49 339
Zobowiązania wobec sektora finansowego	13 238	12 403	12 151	11 786	11 197	11 197
Depozyty	20 275	22 469	25 661	27 739	28 777	30 579
Wyemitowane papiery wartościowe	9	0	229	1 545	1 591	1 639
Otrzymane pożyczki podporządkowane	280	806	911	1 037	1 037	1 037
Inne zobowiązania	2 283	810	1 595	1 310	1 315	1 320
Zobowiązania ogółem	36 085	36 488	40 546	43 417	43 917	45 772
Kapitały własne	2 646	2 589	2 828	3 074	3 301	3 567
Pasywa ogółem	38 731	39 077	43 374	46 491	47 218	49 339

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	61	-3	5	8	-1	1
Aktywa ogółem	43	1	11	7	2	4
Depozyty	19	11	14	8	4	6
Kapitały własne	16	-2	9	9	7	8

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	4,9	8,6	9,7	7,6	8,6	9,3
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	68,7	66,3	67,8	61,1	66,9	71,0
Kredyty / Aktywa	69,0	66,7	62,9	63,2	61,4	59,6
Depozyty / Aktywa	52,3	57,5	59,2	59,7	60,9	62,0
Kredyty / Depozyty	131,9	116,0	106,3	106,0	100,8	96,1
Kapitały własne / Aktywa	6,8	6,6	6,5	6,6	7,0	7,2
Współczynnik wypłacalności	8,8	11,8	12,5	12,0	12,5	13,0
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	7,3	8,8	8,9	8,4	9,1	9,6

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	3,82 PLN
Cena docelowa	3,30 PLN
Kapitalizacja	4,6 mld PLN
Free float	1,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	6,38 mln PLN

Struktura akcjonariatu

BCP	65,5%
ING OFE	5,0%

Pozostali 30,0%

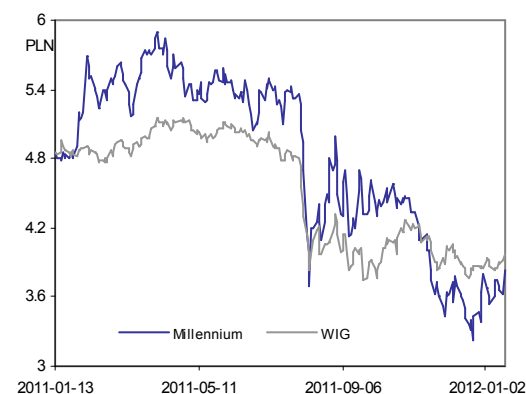
Profil spółki

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

31.01.2012 - publikacja raportu za 4Q 2011
29.02.2012 - publikacja raportu za 2011
27.04.2012 - publikacja raportu za 1Q 2012

Kurs akcji Millennium na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Millennium Redukuj

MIL PW; BIGW.WA

(Obniżona)

Za drogi na P/BV względem ROE

Po tym jak BCP, przynajmniej na jakiś czas, wycofało się z planów sprzedaży swoich udziałów w Millennium, usuwamy z naszej wyceny 10% premię przejściową. Ponadto, rewidujemy w dół prognozy zysku aż o 27% na 2012 oraz o 18% na 2013. W konsekwencji, obniżamy 9-miesięczną cenę docelową o 31% do 3,3 PLN i zalecamy redukcję ekspozycji. Chociaż wycena na wskaźniku 2012 P/E na poziomie 12,4x może się wydawać nienadmierna, wycena na wskaźniku 2011 P/BV na poziomie 1,02x, nie znajduje usprawiedliwienia w bardzo niskiej rentowości kapitałów własnych oczekiwanej w 2012 na poziomie 7,9%.

Dynamika portfela kredytowego znacząco spowolni, ale nie depozytów

Prognozujemy, że tempo wzrostu portfela spowolni znacząco, z 13% w 2011 do 1% w 2012. W naszej opinii przyczyni się do tego portfel kredytów hipotecznych (67% portfela ogółem), w którym amortyzacja kredytów denominowanych w CHF przyspieszy, a sprzedaż nowych kredytów denominowanych w PLN spowolni z powodu nowelizacji rekomendacji S. W naszej opinii, jedynym obszarem, który może przynieść wzrost są kredyty korporacyjne, a w szczególności kierowane do małych i przedsiębiorstw. Uważamy, że marginalny wzrost kredytów nie oznacza, że bank zrezygnuje z pozyskiwania nowych depozytów. Oczekujemy, że wzrosną o 6% R/R.

Wzrost przychodów trudny do osiągnięcia w 2012

Przy prawie płaskim saldzie kredytów oraz presji na marżę depozytową, prognozujemy marginalną poprawę wyniku odsetkowego w 2012, +1% R/R. W naszej opinii, jeszcze gorsze perspektywy ma wynik prowizyjny, który spadnie o 2% R/R, przede wszystkim pod presją działalności maklerskiej oraz funduszy inwestycyjnych. Po tym jak bank sprzedał ponad 200 tys. bezpłatnych rachunków „Dobre konto” uważamy, że chęć podwyższenia opłat związanych z prowadzeniem rachunków osobistych jest niska.

Koszt ryzyka jako główny obszar niepewności oraz presji na zysk

W 2011 Millennium udało obniżyć się koszt ryzyka do bardzo niskiego poziomu 45p.b. W naszej opinii było to możliwe dzięki praktycznie braku nowych rezerw na portfel kredytów hipotecznych. W naszej opinii, 20% osłabienie się PLN względem CHF w ciągu 2011, nie może pozostać bez wpływu na jakość portfela kredytowego Millennium. Dodatkowo uważamy, że portfel kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw również będzie wymagał dodatkowych rezerw. W konsekwencji, zakładamy wzrost kosztu ryzyka w 2012 o 25p.b. do 70p.b., co przekłada się na 66% wzrost salda rezerw oraz ostatecznie na 19% spadek zysku netto do 375 mln PLN.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	691	1 010	1 198	1 214	1 283
WNDB	1 434	1 714	1 901	1 905	1 986
Zysk operacyjny*	431	633	761	764	804
Zysk netto	1	326	461	375	454
Marża odsetkowa (%)	1,50	2,20	2,45	2,33	2,34
Koszty / Przychody (%)	70,4	63,1	59,6	59,5	59,1
ROE (%)	0,1	9,5	10,7	7,9	9,1
EPS (PLN)	0,00	0,28	0,38	0,31	0,37
BVPS (PLN)	3,28	3,37	3,75	4,06	4,44
DPS (PLN)**	0,00	0,10	0,00	0,00	0,13
P/E (x)	-	13,5	10,0	12,4	10,2
P/BV (x)	1,16	1,13	1,02	0,94	0,86
Stopa dywidendy (%)**	0,0	2,6	0,0	0,0	3,4

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

Prognoza wyników za 4Q 2011

Tylko 4% spadku zysku Q/Q do 120 mln PLN, pomimo słabych przychodów

Prognozujemy wynik netto Millennium za 4Q 2011 na poziomie 120 mln PLN, -4% Q/Q. Chociaż sama dynamika wyniku może wypaść pozytywnie na tle grupy porównawczej, uważamy że struktura wyniku będzie mało satysfakcjonująca.

Prognozujemy tylko marginalny wzrost salda kredytów Q/Q dzięki przyrostowi kredytów korporacyjnych. Uważamy, że dynamika depozytów będzie znacznie wyższa i wyniesie 4% Q/Q. W 4Q 2011 Millennium przeprowadziło kampanię promocyjną konta oszczędnościowego, co powinno pozytywnie przełożyć się na wolumeny, ale niestety negatywnie na marżę odsetkową i wynik odsetkowy. Oczekujemy, że ten ostatni spadnie o 3% Q/Q do 307 mln PLN. Prognozujemy też słaby wynik prowizyjny, -7% Q/Q do 130 mln PLN, z powodu niższego wyniku z funduszy inwersyjnych, działalności maklerskiej i ubezpieczeń. Sądymy, że wraz ze wzrostem rynkowych cen swapów, Millennium może zaraportować wysoki wynik handlowy. Prognozujemy wzrost o 31% Q/Q do 49 mln PLN.

Uważamy, że przy spadających przychodach bank wykaże się silną kontrolą kosztów, zarówno osobowych jak i rzeczowych. Oczekujemy spadku o 2% Q/Q do 280 mln PLN. W saldzie rezerw zakładamy tylko nieznaczny wzrost, o 8% Q/Q. Uważamy, że potencjalna potrzeba dorezerwowania ekspozycji na Poldim zostanie prawie w całości zrekompensowana przez zysk z tytułu sprzedaży portfela kredytów z utratą wartości.

Prognoza wyników za 4Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy (ze swapami)	233	240	261	275	273	301	317	307	12%	-3%
Wynik z prowizji	148	136	135	145	150	144	139	130	-11%	-7%
Wynik handlowy	41	27	22	50	18	36	37	49	-2%	31%
Przychody z działalności bankowej	422	404	419	470	441	481	493	486	3%	-1%
Pozostałe przychody netto	2	0	-1	2	-2	-8	-4	-5	+/-	19%
Przychody pozaodsetkowe	190	163	156	197	166	172	172	173	-12%	1%
Przychody ogółem	423	403	418	472	439	473	488	480	2%	-2%
Koszty osobowe	-122	-133	-135	-135	-133	-135	-136	-134	0%	-1%
Amortyzacja	-19	-19	-18	-20	-18	-16	-16	-16	-21%	1%
Koszty rzeczowe	-113	-117	-120	-131	-122	-130	-134	-130	-1%	-3%
Koszty ogółem	-255	-269	-274	-286	-273	-281	-286	-280	-2%	-2%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	169	134	144	186	166	192	203	200	8%	-1%
Saldo rezerw	-83	-47	-51	-45	-37	-44	-47	-50	13%	8%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	0	1	0	+/-	+/-
Zysk brutto	85	88	93	141	129	147	157	150	6%	-5%
Podatek dochodowy	-17	-18	-17	-29	-28	-32	-32	-30	2%	-7%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-
Zysk netto	68	70	76	112	101	115	125	120	7%	-4%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,07	2,10	2,29	2,40	2,35	2,55	2,58	2,44		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	44,9	40,4	37,5	41,7	37,9	36,4	35,2	36,0		
Koszty/przychody (%)	60,2	66,7	65,5	60,6	62,1	59,5	58,5	58,4		
Koszty ryzyka (pb.)	100	54	56	49	41	47	47	48		
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,3	20,7	18,2	20,7	21,8	21,8	20,5	20,0		
Kredyty netto	33 006	36 776	35 813	36 794	36 358	38 666	41 328	41 739	13%	1%
Aktywa ogółem	45 278	46 317	44 796	46 984	45 963	48 340	50 012	50 779	8%	2%
Depozyty	33 136	33 512	34 973	36 066	35 725	37 284	37 163	38 714	7%	4%
Kapitały własne	3 913	3 970	4 022	4 091	4 009	4 135	4 434	4 554	11%	3%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	72,9	79,4	79,9	78,3	79,1	80,0	82,6	82,2		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	73,2	72,4	78,1	76,8	77,7	77,1	74,3	76,2		
Kredyty/depozyty (%)	99,6	109,7	102,4	102,0	101,8	103,7	111,2	107,8		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,6	8,6	9,0	8,7	8,7	8,6	8,9	9,0		
ROA (%)	0,60	0,61	0,67	0,98	0,87	0,98	1,02	0,95		
ROE (%)	8,1	7,1	7,6	11,1	10,0	11,3	11,7	10,7		

Źródło: Millennium, DI BRE

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	461	375	454	516	577	633	684	725	755	785		
Zmiana R/R (%)	41,5	-18,7	21,2	13,6	11,7	9,8	7,9	6,0	4,1	4,0	4,0	
Kapitały własne	4 554	4 930	5 384	5 741	6 119	6 509	6 903	7 291	7 662	8 021		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	35,0	38,6	42,2	45,7	49,3	52,9	56,5	60,0	60,0	
ROE (%)	10,7	7,9	8,8	9,3	9,7	10,0	10,2	10,2	10,1	10,0	10,0	
Koszt kapitału własnego (%)	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		-2,9	-2,0	-1,6	-1,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	
Zysk rezydualny		-139	-105	-87	-67	-52	-44	-45	-57	-66	-959	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,40	
Zdyskontowany zysk rezydualny		-126	-86	-64	-44	-31	-24	-22	-25	-26	-381	
Kapitały własne na koniec 2011												4 554
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P												-212
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												-237
Zdyskontowana wartość rezydualna												-381
Wartość godziwa												3 724
Liczba akcji (mln)												1 213
Wartość godziwa na akcję (PLN)												3,07
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												3,30
Cena obecna (PLN)												3,82
Potencjał zmiany												-13,6%

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy (ze swapami)	1 135	691	1 010	1 198	1 214	1 283
Wynik z prowizji	472	494	565	562	551	564
Wynik handlowy	220	249	140	140	140	139
Wynik na działalności bankowej	1 827	1 434	1 714	1 901	1 905	1 986
Pozostały przychody operacyjne netto	21	20	2	-20	-20	-20
Przychody pozaodsetkowe	713	763	707	683	671	682
Przychody ogółem	1 848	1 454	1 716	1 881	1 885	1 965
Koszty osobowe	-609	-471	-526	-539	-528	-547
Amortyzacja	-73	-80	-76	-66	-66	-69
Pozostałe koszty administracyjne	-510	-472	-481	-515	-527	-546
Koszty operacyjne	-1 192	-1 023	-1 083	-1 120	-1 121	-1 162
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	656	431	633	761	764	804
Saldo rezerw	-135	-436	-225	-178	-295	-236
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	7	0	1	0	0
Zysk brutto	521	2	408	584	469	568
Podatek dochodowy	-108	0	-82	-122	-94	-114
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	413	1	326	461	375	454
Zyski zatrzymane	413	1	205	461	375	295

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	38	-39	46	19	1	6
Przychody pozaodsetkowe	-20	7	-7	-3	-2	2
Przychody ogółem	8	-21	18	10	0	4
Koszty operacyjne	13	-14	6	3	0	4
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1	-34	47	20	0	5
Zysk netto	-11	-	-	42	-19	21

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,92	1,50	2,20	2,45	2,33	2,34
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,00	1,53	2,24	2,49	2,37	2,38
Spread odsetkowy	2,66	1,25	1,95	2,02	1,88	1,93
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	38,6	52,5	41,2	36,3	35,6	34,7
Koszty / Przychody	64,5	70,4	63,1	59,6	59,5	59,1
Koszty / Aktywa	3,07	2,22	2,36	2,29	2,15	2,12
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,48	1,29	0,64	0,45	0,70	0,55
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,8	20,3	20,1	21,0	20,0	20,0
ROE	15,5	0,1	9,5	10,7	7,9	9,1
ROA	1,06	0,00	0,71	0,94	0,72	0,83

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 803	2 191	2 051	1 936	1 438	1 531
Należności od sektora finansowego	1 580	696	1 486	3 221	2 850	4 723
Kredyty i pożyczki	33 809	33 694	36 794	41 739	42 144	43 090
Dłużne papiery wartościowe	9 194	7 196	5 938	3 000	6 000	6 000
Akcje, udziały i inne inwestycje	5	12	12	12	12	12
Aktywa trwałe	385	347	242	206	216	227
Wartości niematerialne i prawne	22	23	30	27	28	30
Inne aktywa	317	756	432	638	662	688
Aktywa ogółem	47 115	44 914	46 984	50 779	53 351	56 300
Zobowiązania wobec sektora finansowego	3 061	4 909	2 084	1 959	2 018	2 079
Depozyty	33 204	33 901	36 066	38 714	41 095	43 741
Wyemitowane papiery wartościowe	5 327	1 707	1 945	1 900	1 957	2 016
Otrzymane pożyczki podporządkowane	961	946	912	624	624	624
Inne zobowiązania	1 747	663	1 886	3 027	2 727	2 457
Zobowiązania ogółem	44 300	42 126	42 893	46 225	48 421	50 917
Kapitały własne	2 815	2 787	4 091	4 554	4 930	5 384
Pasywa ogółem	47 115	44 914	46 984	50 779	53 351	56 300

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	53	0	9	13	1	2
Aktywa ogółem	54	-5	5	8	5	6
Depozyty	47	2	6	7	6	6
Kapitały własne	12	-1	47	11	8	9

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	3,4	5,8	5,8	4,9	5,1	5,0
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	64,4	54,4	54,1	62,5	72,5	81,2
Kredyty / Aktywa	71,8	75,0	78,3	82,2	79,0	76,5
Depozyty / Aktywa	70,5	75,5	76,8	76,2	77,0	77,7
Kredyty / Depozyty	101,8	99,4	102,0	107,8	102,6	98,5
Kapitały własne / Aktywa	6,0	6,2	8,7	9,0	9,2	9,6
Współczynnik wypłacalności	10,2	11,3	14,4	14,3	12,7	12,2
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	7,9	8,9	12,3	12,5	11,3	11,1

Źródło: Millennium, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	145,9 PLN
Cena docelowa	135,0 PLN
Kapitalizacja	38,3 mld PLN
Free float	15,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	131,38 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 ze współczynnikiem kapitałów własnych (Tier1) na poziomie ponad 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. 2% portfela kredytowego grupy.

Pekao

PEO PW; BEPE.WA

Redukuj

(Obniżona)

Najdroższy w całym sektorze finansowym

Po tym jak BCP wycofało się ze sprzedaży Millennium, a na rynku brakuje innych znaczących aktywów wystawionych na sprzedaż, uważamy, że rynek przestanie wbudowywać premię wynikającą z bardziej rentownej alokacji 6,5 mld PLN kapitału nadwyżkowego. Ponadto, w naszej opinii Pekao nie pozostanie odporne na spowolnienie gospodarcze, w szczególności jego portfel kredytowy dla małych i średnich przedsiębiorstw będzie wymagał zwiększonych rezerw R/R. W konsekwencji obniżamy naszą wycenę o 16% do 135 PLN i zalecamy redukcję ekspozycji. Uważamy, że bardziej atrakcyjną ekspozycją jest PKO BP, które nie tylko jest o 13% tańsze na 2012 P/E, oferuje wyższą stopę dywidendy, ale również w trakcie 2011 dostarczyło zwrot o 4p.p. gorszy niż Pekao.

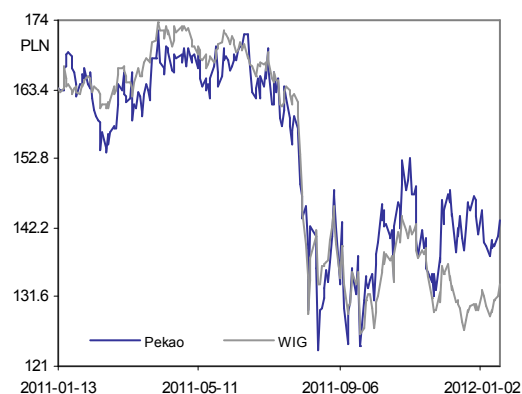
Dywidenda z zysku za 2011 raczej będzie po tym jak UniCredit zarejestruje 7,5 mld EUR podniesienie kapitału

Mimo tego, że Pekao jest najlepiej skapitalizowanym bankiem w Polsce, miękka rekomendacja KNF dotycząca dywidend za 2011 wydana pod koniec grudnia 2011 wykluczała go z grona tych banków, które mogą podzielić się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami. Powodem była potrzeba kapitałowe spółki matki. Od tego czasu UniCredit udało się pozyskać 7,5 mld EUR dzięki przeprowadzaniu emisji akcji z prawem poboru (na chwilę obecną kwestią otwartą pozostaje jedynie struktura akcjonariatu UniCredit po ofercie, gdyż emisja była w pełni objęta gwarancjami). Zakładamy, że do czerwca 2012 UniCredit z sukcesem zakończy proces rejestracji nowych akcji, co ostatecznie pozwoli Pekao wypłacić 50% zysku za 2011 w formie dywidendy. Dałoby to 5,48 PLN na akcję oraz stopę dywidendy na poziomie 3,8%.

Wymagająca wycena, z najwyższym w sektorze wskaźnikiem 2012 P/E na poziomie 14,0x

Pekao na wskaźniku 2012 P/E na poziomie 14,0x jest najdroższą spółką z sektora finansowego, notowaną z 14% premią do średniej dla spółek porównywalnych z sektora bankowego oraz z 21% premią względem PZU. Ponadto, zarówno PKO BP jak i PZU oferują wyższe stopy dywidendy, odpowiednio 4,6% i 7,8%. W końcu, naszym zdaniem oczekiwane 2012 ROE na poziomie 12,5% nie usprawiedliwia wyceny na wskaźniku 2011 P/BV na poziomie 1,80x.

Kurs akcji Pekao na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	4 018	4 227	4 610	4 766	4 952
WNDB	7 278	7 197	7 670	7 735	8 033
Zysk operacyjny*	3 683	3 563	4 030	4 016	4 191
Zysk netto	2 628	2 525	2 876	2 741	2 940
Marża odsetkowa (%)	3,06	3,19	3,30	3,24	3,23
Koszty / Przychody (%)	49,9	50,6	47,8	48,5	48,2
ROE (%)	15,3	13,1	13,9	12,5	12,7
EPS (PLN)	10,02	9,63	10,96	10,45	11,21
BVPS (PLN)	69,71	76,89	81,11	86,08	89,97
DPS (PLN)**	2,90	6,80	5,48	7,31	7,84
P/E (x)	14,6	15,2	13,3	14,0	13,0
P/BV (x)	2,09	1,90	1,80	1,69	1,62
Stopa dywidendy (%)**	2,0	4,7	3,8	5,0	5,4

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

Prognoza wyników za 4Q 2011

Oczekujemy tylko 2% spadku zysku Q/Q do 747 mln PLN

Oczekujemy, że zysk netto Pekao w 4Q 2011 wyniesie 747 mln PLN, -2% Q/Q, ale +16% R/R. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych nadzwyczajnych transakcji.

Prognozujemy, że kredyty wzrosną o 2% Q/Q, a depozyty o 5% Q/Q, oba dzięki silnemu segmentowi korporacyjnemu. Przy założeniu 5p.b. spadku marży odsetkowej Q/Q do 3,43%, oczekujemy 3% wzrostu wyniku odsetkowego do 1 232 mln PLN. Sądzymy, że wynik prowizyjny będzie płaski Q/Q na poziomie 613 mln PLN. Naszym zdaniem spadek przychodów z działalności maklerskiej oraz funduszy inwestycyjnych zostanie zrekompensowany przez linię enigmatycznie nazywaną „pozostałe”, która była na dziwnie niskim poziomie w 3Q 2011. W końcu, oczekujemy 16% spadku Q/Q wyniku handlowego do znormalizowanego poziomu 144 mln PLN.

Chociaż sądzymy, że koszty operacyjne wzrosną o 2% Q/Q, uważamy że efekt sezonowy będzie dużo mniejszy niż w przypadku PKO BP. Oczekujemy, że głównym czynnikiem wzrostu będą koszty osobowe w konsekwencji rozliczenia premii i bonusów rocznych. W saldzie rezerw spodziewamy się umiarkowanego wzrostu o 5% Q/Q do 144 mln PLN, co przełoży się na koszt ryzyka w wysokości 64p.b. (+1p.b. Q/Q).

Prognoza wyników za 4Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy (ze swapami)	1 005	1 003	1 031	1 065	1 061	1 125	1 192	1 232	16%	3%
Wynik z prowizji	572	588	591	617	597	645	612	613	-1%	0%
Wynik handlowy	171	171	204	179	147	130	173	144	-19%	-16%
Przychody z działalności bankowej	1 748	1 762	1 825	1 861	1 805	1 900	1 976	1 990	7%	1%
Pozostałe przychody netto	17	13	24	-39	8	15	23	9	+/-	-59%
Przychody pozaodsetkowe	760	773	819	757	752	789	807	767	1%	-5%
Przychody ogółem	1 765	1 775	1 850	1 822	1 813	1 915	1 999	1 999	10%	0%
Koszty osobowe	-468	-476	-482	-524	-490	-501	-495	-517	-1%	4%
Amortyzacja	-108	-99	-98	-87	-96	-93	-93	-94	8%	1%
Koszty rzeczowe	-328	-327	-337	-315	-314	-332	-340	-332	5%	-2%
Koszty ogółem	-904	-902	-918	-926	-899	-926	-928	-942	2%	2%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	862	873	932	896	914	988	1 070	1 057	18%	-1%
Saldo rezerw	-141	-136	-134	-127	-134	-135	-138	-144	13%	5%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	21	26	21	8	21	29	17	10	27%	-43%
Zysk brutto	742	764	820	776	801	882	950	922	19%	-3%
Podatek dochodowy	-137	-142	-158	-135	-150	-166	-181	-174	29%	-4%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-2	-2	-3	2	-3	-2	-2	-1	+/-	-49%
Zysk netto	603	619	660	644	648	714	766	747	16%	-2%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,11	3,07	3,08	3,17	3,17	3,40	3,48	3,43		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	43,1	43,5	44,3	41,6	41,5	41,2	40,4	38,4		
Koszty/przychody (%)	51,2	50,8	49,6	50,8	49,6	48,4	46,4	47,1		
Koszty ryzyka (pb.)	73	69	65	62	66	65	63	64		
Efektywna stopa podatkowa (%)	18,4	18,6	19,2	17,4	18,7	18,8	19,1	18,8		
Kredyty netto	75 735	81 908	82 822	80 843	81 892	84 643	89 391	91 251	13%	2%
Aktywa ogółem	127 928	133 428	134 622	134 090	133 361	131 153	142 466	145 068	8%	2%
Depozyty	93 582	99 509	100 984	99 767	97 271	97 269	103 795	109 420	10%	5%
Kapitały własne	19 099	18 924	19 629	20 174	20 699	19 796	20 534	21 282	5%	4%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	59,2	61,4	61,5	60,3	61,4	64,5	62,7	62,9		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	73,2	74,6	75,0	74,4	72,9	74,2	72,9	75,4		
Kredyty/depozyty (%)	80,9	82,3	82,0	81,0	84,2	87,0	86,1	83,4		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	14,9	14,2	14,6	15,0	15,5	15,1	14,4	14,7		
ROA (%)	1,86	1,90	1,97	1,92	1,94	2,16	2,24	2,08		
ROE (%)	12,9	13,0	13,7	12,9	12,7	14,1	15,2	14,3		

Źródło: Pekao, DI BRE

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	2 876	2 741	2 940	3 215	3 490	3 760	4 022	4 269	4 497	4 676		
Zmiana R/R (%)	13,9	-4,7	7,2	9,4	8,6	7,8	7,0	6,2	5,4	4,0	4,0	
Kapitał własny	21 282	22 585	23 606	24 763	25 991	27 284	28 634	30 031	31 464	32 897		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	50,0	70,0	70,0	70,4	70,7	71,1	71,4	71,8	72,1	72,5	72,5	
ROE (%)	13,9	12,5	12,7	13,3	13,8	14,1	14,4	14,6	14,6	14,5	14,5	
Koszt kapitału własnego (%)	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		1,6	1,9	2,4	2,9	3,3	3,5	3,7	3,8	3,7	3,7	
Zysk rezydualny		362	434	591	736	870	988	1 087	1 161	1 184	17 289	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,40	
Zdyskontowana zysk rezydualny		328	355	436	490	522	535	531	512	471	6 871	
Kapitały własne na koniec 2011												21 282
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P												683
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												3 496
Zdyskontowana wartość rezydualna												6 871
Wartość godziwa												32 331
Liczba akcji (mln)												262,4
Wartość godziwa na akcję (PLN)												123
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												135
Cena obecna (PLN)												145,9
Potencjał zmiany												-7,5%

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy (ze swapami)	4 642	4 018	4 227	4 610	4 766	4 952
Wynik z prowizji	2 342	2 289	2 368	2 467	2 376	2 458
Wynik handlowy	702	972	602	593	593	623
Wynik na działalności bankowej	7 686	7 278	7 197	7 670	7 735	8 033
Pozostały przychody operacyjne netto	596	77	16	55	56	57
Przychody pozaodsetkowe	3 640	3 337	2 986	3 116	3 025	3 139
Przychody ogółem	8 282	7 356	7 212	7 726	7 791	8 091
Koszty osobowe	-1 875	-1 856	-1 950	-2 002	-2 055	-2 132
Amortyzacja	-414	-439	-392	-376	-376	-384
Pozostałe koszty administracyjne	-1 513	-1 378	-1 307	-1 318	-1 344	-1 385
Koszty operacyjne	-3 802	-3 673	-3 649	-3 696	-3 775	-3 900
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	4 480	3 683	3 563	4 030	4 016	4 191
Saldo rezerw	-263	-535	-538	-551	-688	-620
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	128	65	76	76	69	72
Zysk brutto	4 346	3 213	3 102	3 555	3 396	3 643
Podatek dochodowy	-805	-576	-571	-670	-645	-692
Zyski udziałowców mniejszościowych	-13	-10	-5	-9	-10	-11
Zysk netto	3 528	2 628	2 525	2 876	2 741	2 940
Zyski zatrzymane	3 528	1 867	741	1 438	822	882

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	71	-13	5	9	3	4
Przychody pozaodsetkowe	45	-8	-11	4	-3	4
Przychody ogółem	58	-11	-2	7	1	4
Koszty operacyjne	38	-3	-1	1	2	3
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	81	-18	-3	13	0	4
Zysk netto	78	-26	-4	14	-5	7

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,63	3,06	3,19	3,30	3,24	3,23
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,88	3,23	3,35	3,50	3,41	3,40
Spread odsetkowy	3,57	2,95	3,06	3,18	3,08	3,08
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	43,9	45,4	41,4	40,3	38,8	38,8
Koszty / Przychody	45,9	49,9	50,6	47,8	48,5	48,2
Koszty / Aktywa	2,97	2,80	2,76	2,65	2,56	2,54
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,35	0,66	0,67	0,64	0,74	0,64
Efektywna stopa podatkowa (%)	18,5	17,9	18,4	18,9	19,0	19,0
ROE	23,0	15,3	13,1	13,9	12,5	12,7
ROA	2,76	2,00	1,91	2,06	1,86	1,92

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	9 934	9 620	5 969	3 830	3 881	4 110
Należności od sektora finansowego	7 909	7 203	6 259	11 653	12 516	13 613
Kredyty i pożyczki	82 515	79 484	80 843	91 251	94 736	99 104
Dłużne papiery wartościowe	22 586	29 830	32 938	30 632	30 632	32 776
Akcje, udziały i inne inwestycje	309	240	215	204	204	210
Aktywa trwałe	1 906	1 822	1 822	1 749	1 801	1 855
Wartości niematerialne i prawne	691	654	643	578	578	596
Inne aktywa	6 090	1 763	5 402	5 171	5 171	5 171
Aktywa ogółem	131 941	130 616	134 090	145 068	149 520	157 436
Zobowiązania wobec sektora finansowego	14 993	8 479	7 641	7 259	8 493	8 748
Depozyty	90 889	97 250	99 767	109 420	110 877	117 423
Wyemitowane papiery wartościowe	7 616	3 624	2 770	2 687	3 143	3 238
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 495	2 975	3 738	4 420	4 421	4 421
Zobowiązania ogółem	115 993	112 328	113 916	123 786	126 935	133 830
Kapitały własne	15 947	18 288	20 174	21 282	22 585	23 606
Pasywa ogółem	131 941	130 616	134 090	145 068	149 520	157 436

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	18	-4	2	13	4	5
Aktywa ogółem	6	-1	3	8	3	5
Depozyty	1	7	3	10	1	6
Kapitały własne	9	15	10	5	6	5

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	5,2	6,4	6,3	6,4	6,6	6,6
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	88,2	78,7	76,2	73,1	79,2	83,6
Kredyty / Aktywa	62,5	60,9	60,3	62,9	63,4	62,9
Depozyty / Aktywa	68,9	74,5	74,4	75,4	74,2	74,6
Kredyty / Depozyty	90,8	81,7	81,0	83,4	85,4	84,4
Kapitały własne / Aktywa	12,1	14,0	15,0	14,7	15,1	15,0
Współczynnik wypłacalności	12,3	16,0	17,6	16,8	17,5	17,5
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,3	16,0	17,6	16,8	17,5	17,5

Źródło: Pekao, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	32,89 PLN
Cena docelowa	35,00 PLN
Kapitalizacja	41,1 mld PLN
Free float	20,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	196,60 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	41,0%
BGK	10,2%

Pozostali 48,8%

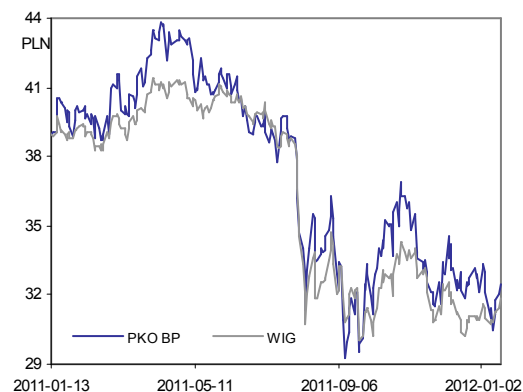
Profil spółki

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 99,6% 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 współczynniku koszty/dochody poniżej 45%.

Ważne daty

01.03.2012 - publikacja raportu za 2011

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

PKO PW; BAPE.WA

Akumuluj

(Obniżona)

Atrakcyjnie wycenia plus wysoka dywidenda

Chociaż w konsekwencji zrewidowania w dół naszych prognoz zysku netto o 18-16% na lata 2012-2013 obniżyliśmy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 15% do 35,0 PLN, utrzymujemy pozytywną rekomendację na walory PKO BP. Uważamy, że wraz z oczekiwaną tymczasową poprawą sentymentu rynkowego oraz umiarkowanym umocnieniem się PLN, walory powinny zyskiwać, w szczególności względem Pekao. Ponadto, że względu na wysoką oczekiwaną stopę dywidendy na poziomie 4,6%, wycenę banku na wskaźniku 2012 P/E na poziomie 12,2x uważamy za atrakcyjną.

Wzrost wyniku odsetkowego realny, presja na marżę umiarkowana

Uważamy, że w 2012 presja na marżę odsetkową w PKO BP będzie umiarkowana. Zwracamy uwagę, że w 2012 oczekujemy dwóch obniżek stopy referencyjnej w sumie o 50p.b. do 4,0%, po tym jak w 2011 mieliśmy cztery podwyżki, każda po 25p.b. Oznacza to, że średni poziom rynkowej stopy procentowej w 2012 pozostanie na prawie niezmiennym poziomie R/R. Dlatego też sądzimy, że ryzyko znacznego spadku marży odsetkowej w PKO BP (porównywalne z tym z 2009) jest ograniczone. W konsekwencji, wraz z 2% wzrostem portfela kredytowego prognozujemy 2% wzrost wyniku odsetkowego. Podobnie jak w całym sektorze bankowym, sądzimy, że bardziej problematyczne mogą okazać się perspektywy dla wyniku prowizyjnego ze względu na niesprzyjające otoczenie rynków kapitałowych.

Prognoza spadku zysku o 10% w 2012 zbieżna ze średnią dla sektora

W naszych prognozach na 2012 zakładamy 10% spadku zysku netto z 3 743 mln PLN do 3 374 mln PLN, co jest zbieżne z dynamiką zysków oczekiwaną dla naszego sektora bankowego. Zwracamy uwagę, że ten spadek w całości wynika z konserwatywnego założenia odnośnie kosztu ryzyka i salda rezerw. Na 2012 przyjęliśmy koszt ryzyka na poziomie 162p.b. (+20p.b. R/R), czyli nawet powyżej poziomu z 2009.

Oczekiwania dywidendowe wsparte założeniami budżetowymi

Uważamy, że po tym jako PKO BP spełniło wymogi narzucone przez KNF, wypłaci dywidendę z zysku za 2011. Chociaż w dalszym ciągu oficjalna polityka dywidendowa spółki mówi o wypłacie do 40% zysku jednostkowego, w naszych prognozach zakładamy wskaźnik wypłaty na poziomie 50%. Naszym zdaniem, za wyższym poziomem opowie się przede wszystkim Skarb Państwa. Dywidenda na akcję w wysokości 1,50 PLN oznacza stopę dywidendy na poziomie 4,6%, najwyższą w bankach.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	5 051	6 516	7 552	7 721	7 951
WNDB	8 607	10 022	10 908	10 986	11 285
Zysk operacyjny*	4 624	5 948	6 615	6 532	6 686
Zysk netto	2 306	3 217	3 743	3 374	3 749
Marża odsetkowa (%)	3,47	4,00	4,22	4,03	3,95
Koszty / Przychody (%)	47,9	41,7	40,1	41,3	41,5
ROE (%)	13,4	15,4	16,9	14,3	14,8
EPS (PLN)	2,06	2,57	2,99	2,70	3,00
BVPS (PLN)	16,34	17,09	18,27	19,47	21,12
DPS (PLN)**	1,90	1,98	1,50	1,35	1,95
P/E (x)	16,0	12,8	11,0	12,2	11,0
P/BV (x)	2,01	1,92	1,80	1,69	1,56
Stopa dywidendy (%)**	5,8	6,0	4,6	4,1	5,9

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

Prognoza wyników za 4Q 2011

Spadek zysku netto do 888 mln PLN, pod presją rezerw

Prognozujemy, że zysk netto PKO BP w 4Q 2011 wyniesie 888 mln PLN, -13% Q/Q, co wynika z sezonowego wzrostu kosztów operacyjnych oraz ze wzrostu salda rezerw związanego z odpisami na spółki zależne i stowarzyszone.

Prognozujemy wzrost salda kredytów o 2% Q/Q dzięki przyrostowi hipotek oraz kredytów korporacyjnych. W depozytach prognozujemy 3% wzrost Q/Q z powodu wyższego poziomu oszczędności detalicznych. Uważamy, że marża odsetkowa może utrzymać się na niezmiennym poziomie Q/Q, 4,3%, co przełoży się na 2% wzrost wyniku odsetkowego do 2 013 mln PLN. W wyniku prowizyjnym oczekujemy marginalnego wzrostu Q/Q o 1% dzięki wyższym przychodom z tytułu kredytów. W końcu w wyniku handlowy prognozujemy 26% spadek Q/Q. Wynika to z niższego wyniku z tytułu wymiany walut.

W kosztach zwyczajowo oczekujemy sezonowego wzrostu o 9% Q/Q, uważamy, że wzrosną zarówno koszty osobowe (premie i bonusy) jak i rzeczowe. W saldzie rezerw prognozujemy 16% wzrost Q/Q do 566 mln PLN (+78 mln PLN Q/Q). W ramach tej linii zakładamy ok. 60-70 mln PLN dodatkowych odpisów na spółki zależne i stowarzyszone (Kredobank, Pocztowy).

Prognoza wyników za 4Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11P	R/R	Q/Q
Wynik odsetkowy	1 474	1 592	1 719	1 731	1 719	1 855	1 964	2 013	16%	2%
Wynik z prowizji	725	802	798	818	737	804	768	775	-5%	1%
Wynik handlowy	117	68	111	67	78	42	87	65	-4%	-26%
Przychody z działalności bankowej	2 317	2 461	2 627	2 616	2 535	2 701	2 820	2 852	9%	1%
Pozostałe przychody netto	29	48	63	36	46	34	32	22	-38%	-29%
Przychody pozaodsetkowe	872	917	971	921	861	880	887	862	-6%	-3%
Przychody ogółem	2 346	2 509	2 690	2 652	2 581	2 735	2 851	2 875	8%	1%
Koszty osobowe	-567	-571	-598	-638	-580	-565	-614	-678	6%	10%
Amortyzacja	-119	-120	-123	-151	-124	-127	-134	-137	-9%	3%
Koszty rzeczowe	-329	-330	-337	-367	-350	-377	-355	-387	5%	9%
Koszty ogółem	-1 014	-1 021	-1 057	-1 157	-1 054	-1 069	-1 103	-1 202	4%	9%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	1 332	1 488	1 633	1 496	1 527	1 666	1 749	1 673	12%	-4%
Saldo rezerw	-425	-458	-559	-426	-438	-443	-488	-566	33%	16%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	-4	-1	0	4	-3	0	1	0	-97%	-83%
Zysk brutto	903	1 029	1 074	1 073	1 085	1 222	1 262	1 108	3%	-12%
Podatek dochodowy	-184	-248	-228	-207	-214	-256	-245	-220	6%	-10%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	1	1	1	2	0	1	0	1	-73%	63%
Zysk netto	720	782	847	868	871	967	1 017	888	2%	-13%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,77	3,95	4,14	4,11	4,02	4,22	4,30	4,30		
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	37,2	36,6	36,1	34,7	33,4	32,2	31,1	30,0		
Koszty/przychody (%)	43,2	40,7	39,3	43,6	40,8	39,1	38,7	41,8		
Koszty ryzyka (pb.)	145	151	178	133	133	132	142	161		
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,3	24,1	21,2	19,3	19,8	20,9	19,4	19,9		
Kredyty netto	117 892	124 665	126 715	130 668	132 420	135 680	139 695	141 841	9%	2%
Aktywa ogółem	156 696	165 699	166 859	169 661	172 694	178 702	186 997	187 940	11%	1%
Depozyty	122 951	129 259	131 631	132 981	135 565	139 093	143 952	147 851	11%	3%
Kapitały własne	21 175	22 144	22 828	21 358	22 058	20 641	21 948	22 836	7%	4%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	75,2	75,2	75,9	77,0	76,7	75,9	74,7	75,5		
Depozyty/aktywa ogółem (%)	78,5	78,0	78,9	78,4	78,5	77,8	77,0	78,7		
Kredyty/depozyty (%)	95,9	96,4	96,3	98,3	97,7	97,5	97,0	95,9		
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	13,5	13,4	13,7	12,6	12,8	11,6	11,7	12,2		
ROA (%)	1,84	1,94	2,04	2,06	2,04	2,20	2,22	1,89		
ROE (%)	13,8	14,4	15,1	15,7	16,0	18,1	19,1	15,9		

Źródło: PKO BP, DI BRE

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	3 743	3 374	3 749	4 066	4 385	4 703	5 016	5 319	5 609	5 836		
Zmiana R/R (%)	16,4	-9,9	11,1	8,5	7,9	7,3	6,7	6,1	5,5	4,0	4,0	
Kapitały własne	22 836	24 338	26 400	28 029	29 719	31 457	33 231	35 027	36 831	38 581		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	50,0	50,0	65,0	66,3	67,6	68,9	70,2	71,5	72,8	74,2	74,2	
ROE (%)	16,9	14,3	14,8	14,9	15,2	15,4	15,5	15,6	15,6	15,5	15,5	
Koszt kapitału własnego (%)	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		3,5	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,7	4,8	4,6	4,6	
Zysk rezydualny		815	997	1 113	1 252	1 384	1 507	1 616	1 711	1 745	25 478	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,40	
Zdyskontowany zysk rezydualny		742	818	824	837	834	819	793	757	697	10 169	
Kapitały własne na koniec 2011												22 836
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2013P												1 560
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												5 560
Zdyskontowana wartość rezydualna												10 169
Wartość godziwa												40 125
Liczba akcji (mln)												1 250
Wartość godziwa na akcję (PLN)												32,1
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												35,0
Cena obecna (PLN)												32,89
Potencjał zmiany												6,4%

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	6 127	5 051	6 516	7 552	7 721	7 951
Wynik z prowizji	2 412	2 583	3 143	3 084	2 996	3 054
Wynik handlowy	558	973	363	272	268	280
Wynik na działalności bankowej	9 097	8 607	10 022	10 908	10 986	11 285
Pozostały przychody operacyjne netto	292	261	176	134	135	148
Przychody pozaodsetkowe	3 261	3 817	3 681	3 490	3 399	3 482
Przychody ogółem	9 388	8 868	10 198	11 042	11 120	11 433
Koszty osobowe	-2 429	-2 308	-2 375	-2 437	-2 543	-2 623
Amortyzacja	-430	-469	-512	-523	-538	-560
Pozostałe koszty administracyjne	-1 437	-1 467	-1 362	-1 468	-1 506	-1 564
Koszty operacyjne	-4 296	-4 244	-4 249	-4 427	-4 588	-4 747
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	5 092	4 624	5 948	6 615	6 532	6 686
Saldo rezerw	-1 130	-1 681	-1 868	-1 935	-2 317	-2 003
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	16	0	-1	-3	0	0
Zysk brutto	3 977	2 943	4 079	4 677	4 215	4 683
Podatek dochodowy	-838	-631	-866	-935	-843	-937
Zyski udziałowców mniejszościowych	-19	-6	4	2	2	3
Zysk netto	3 121	2 306	3 217	3 743	3 374	3 749
Zyski zatrzymane	2 121	-69	742	1 872	1 687	1 312

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	32	-18	29	16	2	3
Przychody pozaodsetkowe	7	17	-4	-5	-3	2
Przychody ogółem	22	-6	15	8	1	3
Koszty operacyjne	6	-1	0	4	4	3
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	39	-9	29	11	-1	2
Zysk netto	7	-26	40	16	-10	11

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	5,04	3,47	4,00	4,22	4,03	3,95
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	5,29	3,62	4,16	4,38	4,17	4,08
Spread odsetkowy	5,06	3,31	3,85	4,07	3,86	3,77
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	34,7	43,0	36,1	31,6	30,6	30,5
Koszty / Przychody	45,8	47,9	41,7	40,1	41,3	41,5
Koszty / Aktywa	3,53	2,92	2,61	2,48	2,39	2,36
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	1,27	1,54	1,51	1,42	1,62	1,37
Efektywna stopa podatkowa (%)	21,1	21,5	21,2	20,0	20,0	20,0
ROE	24,1	13,4	15,4	16,9	14,3	14,8
ROA	2,57	1,58	1,97	2,09	1,76	1,86

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 837	7 094	6 182	5 175	5 306	5 646
Należności od sektora finansowego	3 364	2 023	2 307	4 127	5 970	8 416
Kredyty i pożyczki	101 108	116 573	130 668	141 841	144 250	148 161
Dłużne papiery wartościowe	18 264	24 557	24 200	30 251	33 276	38 267
Akcje, udziały i inne inwestycje	247	229	173	164	161	161
Aktywa trwałe	2 965	2 778	2 576	2 576	2 576	2 654
Wartości niematerialne i prawne	1 188	1 308	1 572	1 557	1 634	1 716
Inne aktywa	1 663	1 918	1 981	2 249	2 310	2 372
Aktywa ogółem	134 636	156 479	169 661	187 940	195 483	207 393
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 991	5 153	5 237	5 709	5 880	5 880
Depozyty	102 939	125 073	132 981	147 851	151 597	161 320
Wyemitowane papiery wartościowe	6 362	1 834	5 704	7 304	9 304	9 304
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 619	1 612	1 612	1 612	1 612	1 612
Inne zobowiązania	2 773	2 379	2 769	2 629	2 752	2 877
Zobowiązania ogółem	120 684	136 050	148 303	165 104	171 144	180 993
Kapitały własne	13 952	20 429	21 358	22 836	24 338	26 400
Pasywa ogółem	134 636	156 479	169 661	187 940	195 483	207 393

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	32	15	12	9	2	3
Aktywa ogółem	24	16	8	11	4	6
Depozyty	19	22	6	11	3	6
Kapitały własne	17	46	5	7	7	8

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	4,4	8,3	8,5	8,7	9,2	9,3
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	63,9	39,3	42,0	48,0	61,0	71,3
Kredyty / Aktywa	75,1	74,5	77,0	75,5	73,8	71,4
Depozyty / Aktywa	76,5	79,9	78,4	78,7	77,5	77,8
Kredyty / Depozyty	98,2	93,2	98,3	95,9	95,2	91,8
Kapitały własne / Aktywa	10,4	13,1	12,6	12,2	12,5	12,7
Współczynnik wypłacalności	11,3	14,8	12,5	12,0	12,2	12,5
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	9,9	13,5	11,3	10,9	11,2	11,5

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

Departament Analiz:

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

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka–Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@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
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

DI BRE Banku S.A. współpracuje z Pekao.

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 Get Banku

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2012-01-05
kurs z dnia rekomendacji	1,33
WIG w dniu rekomendacji	38726,6

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Handlowy

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-09-05	2011-10-06
kurs z dnia rekomendacji	64,35	69,45
WIG w dniu rekomendacji	40544,28	37496,93

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-05-09	2011-05-20	2011-09-05
kurs z dnia rekomendacji	892,00	833,00	73,15
WIG w dniu rekomendacji	49321,53	48747,55	40544,28

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kredyt Bank

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2011-06-03	2011-09-05	2011-10-06	2011-11-04	2011-12-06
kurs z dnia rekomendacji	17,60	14,40	13,20	13,90	10,50
WIG w dniu rekomendacji	49824,93	40544,28	37496,93	41313,92	39144,14

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2011-09-05
kurs z dnia rekomendacji	4,49
WIG w dniu rekomendacji	40544,28

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-08-16	2011-09-05	2011-11-04
kurs z dnia rekomendacji	142,50	142,10	153,00
WIG w dniu rekomendacji	39910,95	40544,28	41313,92

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-05-23	2011-09-05
kurs z dnia rekomendacji	42,99	34,54
WIG w dniu rekomendacji	48486,49	40544,28