

24 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

P/E'09 21,8
P/E'10 17,9
WIG Banki 5046

Sektor bankowy

W tempie odrzutowym

	Cena (PLN)*	9MTP (PLN)	zmiana
BZ WBK	131,0	152,1	16,1%
Handlowy	64,3	59,5	-7,5%
ING BSK	600,0	663,6	10,6%
Kredyt Bank	10,10	11,76	16,4%
Millennium	5,05	5,30	5,0%
Pekao	141,0	154,4	9,5%
PKO BP	34,99	35,6	2,6%

* ceny zamknięcia 21.08.09

	9MTP	Rekomendacja
BZ WBK	152,1	Kupuj
Handlowy	59,5	Redukuj
ING BSK	663,6	Akumuluj
Kredyt Bank	11,76	Kupuj
Millennium	5,30	Trzymaj
Pekao	154,4	Akumuluj
PKO BP	35,6	Trzymaj

Powrót płynności na rynki finansowe obniża koszt finansowania. Ma to wpływ nie tylko na rynek pieniądza hurtowego, ale również na skłonność banków do pozyskiwania drogiej depozytów. Wojna się skończyła, choć sektor będzie jeszcze odczuwał jej skutki. Nie bez znaczenia jest również mocniejsza złotówka, która wspiera relacje kredyty/depozyty, poprawia współczynniki kapitałowe banków, ogranicza udział kredytów walutowych w portfelach i zmniejsza ryzyko odpisów na walutowych kredytach hipotecznych w przyszłości (LTV). Banki jednocześnie ograniczają akcję kredytową i są beneficjentami rosnącego portfela depozytów. Czynniki te są wspierane przez poprawiające się otoczenie makroekonomiczne i rosnące wskaźniki wyprzedzające. Te czynniki diametralnie zmieniają naszą ocenę banków. Zamykamy rekomendację sprzedaży dla małych banków. Uważamy, że w takim otoczeniu rynkowym oddala się ryzyko strat i bardzo wysokiego kosztu pozyskania środków. Uważamy, że obecne ROA banków giełdowych (prognozujemy 1,1% w 2009 roku) nie odzwierciedla potencjału rentowności aktywów jaki w długim terminie będą generowały. W horyzoncie najbliższych kilku lat ROA wzrośnie do poziomu 1,8%, co uzasadnia wycenę sektora na poziomie 2 X BV. Przy średnim wskaźniku na poziomie 1,6 jesteśmy pozytywni na sektor bankowy. Uważamy, że na bazie dostrzeganych przez nas czynników najatrakcyjniejszymi inwestycjami są akcje BZ WBK, ING BSK i Kredyt Banku. Rynek wycenia fakt, że Pekao jest jednym z liderów rynku, choć w tym roku uda mu się pokazać lepsze wyniki niż główny konkurent PKO BP. Wycena Millennium zdyskontowała już perspektywę poprawy marży odsetkowej w przyszłym roku. Za najmniej atrakcyjną inwestycję uważamy Bank Handlowy (premia w wycenie na bazie tangibie equity rzędu 12% i perspektywa odnotowania gorszego wyniku netto w tym roku).

Długoterminowa rentowność aktywów

Obecna wycena banków (P/BV'09 na poziomie 1,6) dyskontuje ROA na poziomie 1,4%. Obecne wyniki banków nie uzasadniają takiej wyceny. Prognozowane przez nas długoterminowe wyniki zakładają poprawę ROA. Jest to uzasadnione przez malejące koszty ryzyka oraz poprawę dochodowości w kolejnych latach. Prognozujemy ROA na poziomie 1,8% w bankach w 2011 roku. Uzasadnia to wycenę P/BV'09 na poziomie 2, zatem rynek nie zdyskontował w pełni potencjał banków z istniejących aktywów. Nasz scenariusz zakłada umiarkowany wzrost aktywów w bankach w ciągu kolejnych dwóch lat. W przypadku szybszego wzrostu aktywów widzimy potencjał do bardziej optymistycznego spojrzenia na sektor.

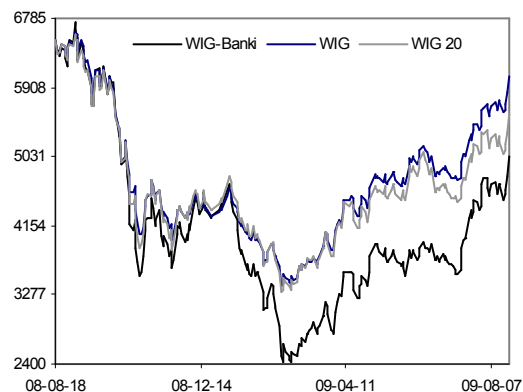
Zrewidowane prognozy

Podnosimy prognozy zysków netto dla pokrywanych przez nas banków. Uważamy, że ich zagregowany zysk netto spadnie o 35% R/R (poprzednio spadek o 2/3). Jednocześnie oczekujemy nieco łagodniejszego spowolnienia na rynku wolumenów, gdzie mimo umocnienia złotówki (na koniec roku CHF/PLN 2,61 a EUR/PLN 4,0) portfel kredytów wzrośnie o 4,5%, a depozytów o 6% (poprzednie prognozy odpowiednio +1% i +3%). Zakładamy, że koszty ryzyka w tym roku sięgną 1,5% (poprzednio 2,2%), na bazie lepszych niż oczekiwane zabezpieczeń na portfelach kredytowych.

Ryzyko dla naszego scenariusza

Za największe ryzyka dla realizacji naszego scenariusza postrzegamy: (i) powrót zawirowań na globalnych rynkach finansowych, (ii) nietrwale odbicie się gospodarek światowych. Postrzegamy ryzyko wystąpienia pierwszego z czynników jako mniej prawdopodobne. Jednak w przypadku nietrwalego odbicia gospodarek światowych, zagrożenie stanowi stagnacja na niskich poziomach po oczekiwanym odbiciu. W takim wypadku nasz scenariusz powrotu banków na wysokie poziomych wyników (w raporcie zakładamy, że już w 2011 roku banki będą miały ROA na poziomie 1,8% może rozciągnąć się w czasie i zrealizować się dopiero w kolejnych latach.

Kurs akcji WIG Banki na tle WIG i WIG 20


Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Podsumowanie

Obecone otoczenie w jakim działają banki oraz rysowane scenariusze makroekonomiczne stanowiące podstawę do oceny perspektyw banków, pozwalają z nieco większym optymizmem spojrzeć na wycenę giełdowych graczy. Zakładamy obecnie, że zysk netto sektora spadnie o 35% w 2009 roku. Pierwsza połowa roku utwierdziła nas w przekonaniu, że polski sektor bankowy był dobrze przygotowany do kryzysu i choć nie jest samotną wyspą i spadek zysku sektora (-50%) jest dotkliwy, to nie wystąpiło zagrożenie dla stabilności jego funkcjonowania. Na początku roku realne były obawy o przyszłość najmniejszych graczy (płynność, waluta, skala rezerw). W drugiej połowie roku, szczególnie w 4Q09 banki powinny wykazać poprawę wyników (efekt niskiej bazy – odpisy na opcje).

Największym ryzykiem pozostają odpisy na ryzyko kredytowe. Uważamy, że nawet wyższe niż prognozowane przez nas koszty ryzyka w 2H09 (choć spodziewamy się ich wzrostu w tym okresie w relacji do 1H09) nie zagrażą kapitałom własnym banków. Dyskontujemy potencjał banków, jakim dysponują przy poprawie otoczenia makroekonomicznego (powrót ROA do wyższych poziomów). Mimo, że wskaźniki P/E na ten i przyszły rok mogą wydawać się wysokie, to poprawa otoczenia w 2011 roku (wolumeny biznesowe 7 – 10% wzrost, relatywnie niskie historyczne stopy procentowe – WIBOR 3M ok. 4,5%, postępujące i obserwowane już obecnie umocnienie złotówki, widoczna już obecnie poprawa warunków finansowania portfela kredytów) spowoduje skokową poprawę wyników finansowych. Konserwatywne podejście do prognozy wyników na drugą połowę 2009 roku stwarza dodatkowo pole raczej do pozytywnych zaskoczeń po stronie rezultatów banków. Negatywne niespodzianki mogą być spowodowane odpisami na rezerwy. Uważamy, że zostaną one zignorowane przez rynek o ile nie zagrażą poziomom kapitałów własnych.

Na fali poprawiającego się sentymentu i poprawy wskaźników wyprzedzających na świecie, również w stosunku do Polski powoli następuje rewizja prognoz dla gospodarki. Spowolnienie może okazać się nieco słabsze niż w naszym poprzednim scenariuszu. Obecna prognoza BRE Banku (źródło założeń dla gospodarki w naszych raportach) dla PKB Polski w 2009 roku, to +1%. Zgodnie z poprzednim raportem, gdy brak wzrostu implikował spadek zysków o 2/3, a wzrost PKB o 1,8% o 1/3, obecne oczekiwania w stosunku do gospodarki wskazują na to, że nawet przy wzroście PKB 1%, wyniki banków giełdowych nie spadną mocno poniżej 1/3.

W poprzednim raporcie (marzec'09) przyjęliśmy jako scenariusz bazowy wzrost PKB w przedziale od -0,5% do +1%, jednocześnie wskazując scenariusz +1,8% PKB jako optymistyczny, a spadek PKB o 2% wyznaczyliśmy jako granicę dla scenariusza negatywnego. W poprzednim scenariuszu oczekiwaliśmy spadku zysków banków o 2/3 w relacji do 2008 roku. Proces dostosowania bazy kosztowej w bankach oraz potencjał płynący z rynku obligacji (banki osiągają bardzo wysokie wyniki handlowe) wskazują na mniejszą erozję wyników w tym roku.

Podsumowanie założeń

- Wzrost PKB o 1% w 2009 roku.
- Korygujemy założenia w zakresie kredytów. Oczekujemy wzrostu portfela kredytów o 4,5% w 2009 roku (+9% w gospodarstwach domowych, -6% w przedsiębiorstwach) na fali lepszych niż pierwotnie zakładane napływy depozytów gospodarstw domowych i stabilizacji ograniczonej podaży kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie ceną za wolniejsze tempo spadku wolumenu kredytów przedsiębiorstw w tym roku, będzie naszym zdaniem wolniejszy przyrost portfela kredytów tego segmentu w przyszłym roku. Zakładamy wzrost na poziomie 2%, podczas gdy poprzednia prognoza zakładała 4,7%. W przypadku gospodarstw domowych utrzymujemy założenie spowolnienia tempa wzrostu portfela kredytów do 5% w 2010 roku.
- Korygujemy również założenia w zakresie tempa wzrostu portfela depozytów. Oczekujemy wzrostu oszczędności o 6% w 2009 roku (poprzednio 3%). Przesłanką do zmian stały się oszczędności gospodarstw domowych, które rosły o 9,7% YTD na koniec lipca. Podnosimy założenie do 12,7% wzrostu w 2009 roku. Oczekujemy wolniejszego tempa wzrostu w kolejnych miesiącach (lepszy sentyment na rynkach kapitałowych, oczekiwana na jesieni kolejna fala wzrostu bezrobocia). Założenia dla przedsiębiorstw utrzymujemy bez zmian. Spadły one o 3% YTD (koniec lipca), jednak po wyraźnym odbiciu w czerwcu spowodowanym napływem środków na rachunki w czerwcu (zwrot podatków, środki unijne).
- Nie zmieniamy istotnie założeń w zakresie oczekiwanego wzrostu należności nieregularnych. Dane za pierwsze półrocze wskazują na dwie ważne kwestie: przy

dość dynamicznym przyroście należności nieregularnych banki tworzą mniejsze rezerwy, co wskazuje na dobrą jakość przyjętych wcześniej zabezpieczeń. W środowisku poprawiającego się otoczenia makroekonomicznego, poprawy sentymentu na rynkach finansowych (sygnał dla poprawy wyceny globalnych aktywów) można oczekiwać utrzymania się dobrej jakości zabezpieczeń. Zatem skala tworzonych rezerw będzie niższa niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie. Nasza obecna prognoza zakłada odpisy na poziomie 1,5% w 2009 roku i 1,4% w 2010 roku.

- Banki koncentrują się na efektywnym wykorzystaniu kapitałów. Aktywnie zarządzają zminimalizowaniem wzrostu aktywów ważonych ryzykiem. Jednak w świetle poprawy sentymentu na globalnych rynkach, skala ograniczenia jest mniejsza niż zakładaliśmy poprzednio.
- Zysk netto sektora spada o około 35% R/R w relacji do 2008 roku. Wpływ na rewizję skali spadku miało również opublikowanie przez PKO BP zrewidowanego poziomu zysku netto za cały 2008 rok (korekta wyniku za 4Q08). Po tej korekcie obraz pokrywanych przez nas banków wskazywał, że już w 2008 roku skonsolidowany zysk netto pokrywanych przez nas banków spadł o ponad 4% w 2008 roku (poprzednio - wynik płaski R/R).

Stabilizacja prognoz makroekonomicznych, coraz częstsze komentarze i oczekiwania, że „najgorsze” mamy już za sobą, rewizja prognoz makroekonomicznych w górę wskazują na coraz mniejszy potencjał do realizacji negatywnych scenariuszy. Uważamy, że banki w Polsce dobrze zdały egzamin z egzystowania w trudnych warunkach, gdzie wycenę ryzyka zastępowała niepewność. Przy nieco lepszym otoczeniu na rynkach finansowych, nawet realizacja negatywnego scenariusza makroekonomicznego dla Polski dałaby szansę nawet mniejszym graczom na utrzymanie stabilnego funkcjonowania na rynku. Za coraz mniejszym prawdopodobieństwem realizacji negatywnego scenariusza przemawia również gasnące zagrożenie materializacji się jednego z trzech głównych ryzyk jakie widzimy dla sektora bankowego:

- Osłabienie złotówki (koszty ryzyka, wzrost RWA, osłabienie pozycji kapitałowej banków). Obecnie zakładamy kurs EUR/PLN na poziomie 4,0, CHF/PLN 2,61 na koniec 2009 roku. W poprzednim raporcie zakładaliśmy kursy walut z końca 2008 roku (CHF/PLN 2,8; EUR/PLN 4,17). W momencie wydawania poprzedniego raportu 5 marca kursy znajdowały się na poziomach: 3,17 CHF/PLN i 4,69 EUR/PLN. Wówczas ryzyko dalszego osłabienia stanowiłoby poważne zagrożenie.
- Zagrożenie głębokim i długotrwałym spowolnieniem gospodarczym połączonym z recesją, który nakładałby na banki konieczność tworzenia wysokich rezerw przez dłuższy okres czasu gaśnie na fali coraz bardziej optymistycznych prognoz.
- Utrzymanie się na rynku wysokich cen depozytów dla klientów ograniczające ich marżę odsetkową netto. Dalej ceny depozytów są wysokie i marża odsetkowa w bankach spada, jednak widać poprawę płynności w sektorze, co z czasem doprowadzi do poprawy sytuacji. Dodatkowo in plus postrzegamy rozwój sytuacji w zakresie wolumenów.

Za najatrakcyjniejszą inwestycję z WIG 20 postrzegamy BZ WBK (Kupuj). Uważamy, że potencjał poprawy w relacji do obecnej sytuacji jest znacznie większy niż w przypadku Pekao i PKO BP. Bank wyceniany jest z dyskontem 16% w relacji do obu banków. Dysponuje przy tym znacznie większą ekspozycją na rynki kapitałowe. Wyniki 2Q09 pokazały, że trend spadkowy tej linii przychodów wygaś i obecnie można oczekiwać konsekwentnej poprawy. Pod względem płynności bilansu i zabezpieczenia w kapitał wszystkie banki wykazują podobny potencjał rozwoju. Uważamy, że w okresie wzrostu gospodarczego BZ WBK w większym stopniu korzystać będzie z rosnących w sektorze wolumenów w przeciwieństwie do Pekao, który utrzymywał zawsze konserwatywne podejście. W stosunku Pekao (Akumuluj) i PKO BP (Trzymaj) jesteśmy umiarkowanymi optymistami. Uważamy, że oba banki będą beneficjentami schyłku wojny depozytowej (najliczniejsza baza klientów daje potencjał do największego wpływu spadku kosztu finansowania na depozytach klientów), jednak obecne wyceny dyskontują już pozycję liderów na rynku i fakt, że oba mogą wykazać się najlepszym ROE w sektorze.

Wśród pozostałych banków za najatrakcyjniejsze uważamy inwestowanie w walory ING BSK (Akumuluj). Wyniki 2Q09 ING BSK pokazały potencjał banku w zakresie poprawy wyniku odsetkowego. Dzięki konsekwentnej strategii depozytowej, bank przeszedł przez wojnę depozytową w sektorze bez większego uszczerbku. Testem dla stabilności bazy depozytowej było obniżenie oprocentowania otwartego konta oszczędnościowego do 3,5% już na początku kwietnia i utrzymanie poziomu depozytów w segmencie detalicznym. Będzie to jedyny bank spośród pokrywanych przez nas podmiotów, być może jeden z niewielu na rynku, który w tym roku poprawi wyniki (co zawdzięcza wprawdzie dużej stracie z 4Q08), jednak i tak wskazuje na wysoką jakość tegorocznych wyników. W okresie olbrzymiej nerwowości na rynkach

finansowych, przy współczynniku wypłacalności poniżej 8,5% na koniec 1Q09 i silnemu uzależnieniu od finansowania ze spółki matki, inwestycja w Kredyt Bank (Kupuj) wiązała się z największym ryzykiem. Znacząca poprawa sytuacji na rynku międzybankowym, pożyczka podporządkowana z grupy oraz umacniający się złoty diamentralnie zmieniają naszą ocenę banku. Uważamy, że zebrane w ostatnich kilku latach aktywa stanowią dobrą bazę do generowania wyniku. Gdyby bank generował ROA na poziomie 0,8% na obecnej bazie aktywów osiągałby zysk na poziomie 380 mln PLN. Rynek nie zdyskontował jeszcze potencjału jakim dysponuje bank w bardziej sprzyjającym otoczeniu rynkowym. Uważamy, że rynek zdyskontował już potencjał poprawy wyników w Banku Millennium (Trzymaj), którego wycena rynkowa zdyskontowała już do pewnego stopnia oczekiwaną poprawę dochodowości pozyskanych aktywów, jednak na tle Kredytu Banku przyszłoroczne wyniki wskażą na szybszą poprawę. Bank Handlowy (Redukuj) postrzegamy jako najmniej atrakcyjną inwestycję. Wycena przy 1,8xTCE'10 (tangible equity), dyskontuje już oczekiwaną poprawę dochodowości aktywów.

Długoterminowa rentowność aktywów

- Obecna wycena banków (P/BV'09 na poziomie 1,5) dyskontuje ROA na poziomie 1,4%. Obecne wyniki banków nie uzasadniają takiej wyceny.
- Prognozowane przez nas długoterminowe wyniki zakładają poprawę ROA. Jest to uzasadnione przez malejące koszty ryzyka oraz poprawę dochodowości w kolejnych latach. Prognozujemy ROA na poziomie 1,8% w bankach w 2011 roku. Uzasadnia to wycenę P/BV'09 na poziomie 2, zatem rynek nie zdyskontował w pełni potencjału banków z istniejących aktywów.
- Nasz scenariusz zakłada umiarkowany wzrost aktywów w bankach w ciągu kolejnych dwóch lat. W przypadku szybszego wzrostu aktywów widzimy potencjał do bardziej optymistycznego spojrzenia na sektor.

Spadek wyników banków będący odzwierciedleniem spowolnienia gospodarczego nie odzwierciedla pełnego potencjału banków do realizowania na nich zysków. W okresie poprzedniej dekonjunktury w sektorze bankowym ROA na aktywach w polskim sektorze bankowym spadło do 0,5% - 0,6%. W tym roku będziemy mieli do czynienia z podobną sytuacją. Wskaźnik zwrotu na aktywach spadnie istotnie poniżej 1%. Wśród pokrywanych przez nas banków ROA w 2003 roku sięgnęło 0,9% (po wyłączeniu wyników Kredytu Banku – olbrzymia strata zaburzyła wynik całego sektora). Następnie mieliśmy do czynienia z silnym wzrostem dochodowości aktywów. ROA wzrosło do 2,4% w 2008 roku. Obecnie mamy do czynienia z takim samym trendem. Na skutek wyższych kosztów ryzyka oczekujemy spadku ROA do 1,1% w tym roku, poprawy w przyszłym roku do poziomu 1,3% i osiągnięcie długoterminowego ROA na poziomie 1,8%.

Wycena długoterminowego potencjału banków musi uwzględniać fakt, że ROA w okresie koniunktury jest na wyższym poziomie. Biorąc pod uwagę historyczne dane, jest to około 1,5% - 1,6% dla sektora, gdzie znacznie lepsze wyniki notują banki giełdowe. Im większa efektywność działania banku, tym lepsze generowane ROA, zatem pokrywane przez nas banki są w stanie osiągnąć wyższy wskaźnik rentowności aktywów. Jednocześnie po osiągnięciu poziomu rozwoju polskiego sektora bankowego takiego jak w krajach Europy Zachodniej ROA na poziomie 1,5% będzie nieosiągalne (efekt m.in. innej struktury finansowania akcji kredytowej w krajach Europy Zachodniej). Banki posiadające większość swoich operacji w krajach strefy euro, w tym inwestorzy strategiczni polskich banków, osiągają ROA na poziomie około 1%. Jednak biorąc pod uwagę ciągle niski poziom ubankowienia w Polsce, mniejszą zależność sektora nieruchomości od banków jak również innych segmentów gospodarki od kredytowania niż w krajach Europy Zachodniej, widzimy bardzo duży potencjał wzrostu w polskich bankach. Umożliwi to osiąganie ponadprzeciętnego zwrotu na posiadanych aktywach w horyzoncie 10 lat. Dobry kontrprzykładem dla krajów zachodnich mogą być wskaźniki ROA dla banków z krajów rozwijających się. Są one znacznie wyższe, w tym wyższe od wskaźników polskich.

ROA dla wybranych banków zagranicznych

	2004	2005	2006	2007	2008
AIB	1,1%	1,1%	1,5%	1,1%	0,4%
CitiGroup	1,1%	1,7%	1,3%	0,2%	-1,3%
ING Group	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	-0,1%
KBC	0,6%	0,7%	1,1%	1,0%	-0,7%
Millennium BCP	0,7%	1,0%	1,0%	0,7%	0,2%
UniCredit	0,9%	0,5%	0,8%	0,8%	0,5%
Komercni Banka	2,1%	1,9%	1,7%	1,8%	1,9%
HalkBank	2,3%	2,1%	2,8%	3,0%	2,2%
OTP	1,9%	3,4%	3,0%	2,7%	2,7%
Polski sektor	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,5%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Osiągnięcie ROA na poziomie 1,5%, przy założeniu, że 10% sumy bilansowej stanowią kapitały własne (założenie konserwatywne biorąc pod uwagę potencjał do poszerzania Tier II w bilansach polskich banków), polski sektor bankowy będzie generował średnie ROE na poziomie 16%. Przy koszcie kapitałów własnych na poziomie 10% (nieco poniżej obecnych założeń, ok. 11%) i stopie wzrostu $g=4\%$ (zgodnie z założeniami z wyceny), daje to implikowany wskaźnik P/BV na poziomie 2. Obecnie polskie banki wyceniane są przy średnim P/BV na poziomie 1,6, zatem jako sektor reprezentuje potencjał wzrostu w przypadku poprawy koniunktury w bankowości, niezależnie od tempa wzrostu aktywów.

Banki giełdowe historycznie wskazywały na wyższą niż sektor rentowność aktywów. Pokrywane przez nas banki wykazywały ROA na poziomie 2% w 2008 roku (sektor 1,5%). W najlepszym jak dotąd dla banków giełdowych 2007 roku, ROA sięgnęło 2,4%, budowane na bazie bardzo wysokich wskaźników w Pekao, PKO BP i BZ WBK.

ROA w bankach

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
BZ WBK	0,5%	1,7%	1,8%	2,4%	2,6%	1,7%	1,1%	1,3%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Handlowy	0,3%	1,2%	1,8%	1,9%	2,2%	1,5%	0,9%	1,0%	1,7%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
ING BSK	0,1%	1,2%	1,4%	1,3%	1,3%	0,7%	0,8%	0,8%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Kredyt Bank	-6,4%	0,7%	2,0%	2,2%	1,6%	1,0%	0,1%	0,3%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
Millennium	0,2%	1,2%	2,7%	1,3%	1,7%	1,1%	0,1%	0,5%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Pekao	1,5%	2,1%	2,5%	2,8%	n.a.*	2,8%	1,7%	1,9%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
PKO BP	1,3%	1,8%	2,0%	2,2%	2,8%	2,6%	1,4%	1,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
RAZEM	0,3%	1,6%	2,0%	2,2%	2,4%	2,0%	1,1%	1,3%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%

Źródło: DI BRE Banku, bank

* bank nie przedstawił poziomu aktywów pro forma za 2006 rok, po fuzji

** wskaźniki do 2006 roku – Pekao przed fuzją, od 2008 roku dla połączonego Pekao i części BPHi

Wycena obecnie osiąganej przez sektor bankowy rentowności aktywów według tego samego schematu jaki zastosowaliśmy dla ROA 1,5%, wskazuje na przewartościowanie polskich banków. ROA na poziomie 1,1% daje implikowane P/BV'09 na poziomie 1,1, powyżej obecnych wycen rynkowych. Rynek zdyskontował również prognozowaną przez nas poprawę ROA w przyszłym roku (do 1,3%).

Uważamy dyskontowanie wyższych poziomów rentowności aktywów za uzasadnione ze względu na:

- Potencjał do poprawy przychodów w bankach już w przyszłym roku przy ciągle prowadzonych programach oszczędnościowych (prognozujemy poprawę wyniku operacyjnego przed rezerwami o 10% w 2010 roku).
- Postrzeganie przez nas naszych prognoz na przyszły rok jako konserwatywnych. Uważamy, że jeśli nie zmaterializują się nasze założenia dotyczące wpływu bezrobocia na poziom należności nieregularnych, a banki będą cały czas beneficjentami wyższych zabezpieczeń po stronie kredytów korporacyjnych, koszty ryzyka mogą być niższe od naszych prognoz. Jednocześnie rewizja scenariuszy makroekonomicznych ogranicza potencjał do negatywnych zaskoczeń.
- Ostrożnego szacowania poprawy sytuacji w zakresie wyniku odsetkowego.
- Niska skala ubankowienia w Polsce (na koniec 2008 kredyty stanowiły 50% PKB, depozyty 45% PKB), wskazując na potencjał do budowy aktywów w szybszym tempie w relacji do naszej prognozy.

Wycena w oparciu o ROA w 2011 roku

Uważamy, że ROA generowane w kolejnych dwóch latach nie odzwierciedla w pełni potencjału polskiego sektora bankowego. O ile trudno będzie powtórzyć rentowności z okresu poprzedniej prosperity (niższe marże, dojrzewanie sektora, mniejszy przyrost wolumenów, zmiana perspektyw finansowania), to w pełni uzasadnione jest oczekiwanie znacznej poprawy w relacji do bieżących wskaźników, po ustąpieniu podwyższonych kosztów ryzyka kredytowego. Podobnie jak dla całego sektora możemy przeprowadzić uproszczoną wycenę „potencjału” płynącego z poziomu zgromadzonych aktywów na bazie znormalizowanego ROA (prognoza na 2011 rok).

Zakładamy utrzymanie się relacji kapitałów własnych do poziomu aktywów w relacji do prognozy na koniec 2009 roku. Uzasadnieniem dla takiego podejścia jest uwzględnienie w wycenie różnego zapotrzebowania na kapitał (waga ryzyka jest niższa np. dla złotówkowych kredytów hipotecznych – 35% niż dla kredytu gotówkowego – 100%) i różnej struktury funduszy budujących współczynnik wypłacalności (kredyty podporządkowane, ich koszt odzwierciedlony jest w kosztach finansowania, a ten ma wpływ na ROA). W przypadku Pekao, a przede wszystkim Banku Handlowego widoczny jest zdecydowanie wyższy udział kapitałów własnych w sumie bilansowej. Poniższa wycena opiera się tylko na wycenie rentowności aktywów i nie uwzględnia potencjału obu banków do wypłaty dywidendy. Uważamy, że oba te banki mają największy potencjał do wypłaty dywidendy w kolejnych latach. Uwzględniamy to w wycenie metodą dochodową.

Największy potencjał wzrostu reprezentują: BZ WBK i Bank Millennium, a także ING BSK. Powyżej potencjału wyceniany jest obecnie Bank Handlowy. Jednak w tym przypadku istotnym czynnikiem jest potencjał do wypłaty dywidendy w kolejnych okresach.

Wycena w oparciu o ROA'11

	Kapitały własne/ aktywa	ROA'11P	Teoretyczne ROE	Implikowane P/BV*	wycena'11	wycena'09	Teoretyczne P/BV'09	Bieżące P/BV	Potencjał zmiany
BZ WBK	10,0%	1,9%	20,6%	2,4	17804	14450	2,6	1,6	61,0%
Handlowy	15,1%	1,7%	11,6%	1,1	7132	5789	1,0	1,4	-28,5%
ING BSK	7,4%	1,2%	17,2%	1,9	11554	9378	2,0	1,4	38,6%
Kredyt Bank	6,6%	0,8%	13,5%	1,4	4306	3495	1,3	0,9	37,7%
Millennium	6,2%	0,9%	15,8%	1,7	5979	4853	1,7	1,3	32,6%
Pekao	13,8%	2,3%	18,0%	2,0	43727	35490	1,9	1,9	2,6%
PKO BP	11,9%	2,2%	20,2%	2,3	53714	43596	2,2	1,9	19,2%
RAZEM	11,0%	1,8%	17,9%	2,3	167176	135683	1,9**	1,4**	36,6%

Źródło: DI BRE Banku, banki

* koszt kapitału własnego 11% - równy dla wszystkich banków

** mediana

Biorąc pod uwagę wskaźniki realizowane przez zagraniczne banki (inwestorów strategicznych polskich banków giełdowych), poza okresem ostatniego kryzysu, generowały one średnie ROA na poziomie około 1%. Wraz z dojrzewaniem polskiego sektora bankowego, przy założeniu że zmieni się struktura finansowania działalności (zagraniczne banki w znacznie większym stopniu polegają na finansowaniu hurtowym, operują w środowisku niższych stóp procentowych), ROA polskich banków będzie spadać. Jednak w horyzoncie kilku najbliższych trzech lat jest to mało prawdopodobne. W takim przypadku pod uwagę należałoby wziąć znacznie wyższe wolumeny.

Duży potencjał wzrostu wyceny wykazują banki, które w ostatnich kilku latach agresywnie pozyskiwały nowe wolumeny. W okresie 2005 – 2008 BZ WBK zwiększył sumę bilansową o 95%, Bank Millennium o 112%, ING BSK o 65%, Kredyt Bank o 86%, a PKO BP o 47%. W przypadku Pekao, zmiana wynikała wyłącznie z fuzji z częścią BPH. Wzrost aktywów w przeliczeniu na 1 akcję wyniósł w Pekao 35%.

Powyższa wycena odzwierciedla więc niewykorzystany potencjał pozyskanych aktywów. Banki te ponosiły koszty inwestycji związanych z pozyskiwaniem nowych aktywów (pozyskanie rynku depozytów, finansowania hurtowego, rozwój sieci placówek, wydatki na promocję). Obecnie okres „inwestycji” się kończy i można oczekiwać wzrostu wyników na bazie zmniejszonych inwestycji (potencjał do optymalizacji kosztów) i poprawy efektywności i wykorzystania pozyskanych udziałów rynkowych. Postrzegamy takie inwestycje jako atrakcyjne w horyzoncie najbliższego roku, gdy w sektorze trudno będzie o wzrost wolumenów. Potencjał płynie zatem z poprawy efektywności wykorzystania istniejących wolumenów.

Poziom aktywów

(mIn PLN)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	24 158	27 546	29 604	32 992	41 332	57 838	56 133	59 062	65 207
Handlowy	34 035	34 080	32 878	35 991	38 908	42 550	39 527	40 132	42 692
ING BSK	28 917	35 473	42 127	48 476	52 022	69 610	64 035	68 943	75 965
Kredyt Bank	23 943	20 946	20 841	22 232	27 128	38 731	40 307	43 013	45 867
Millennium	20 833	20 149	22 151	24 692	30 530	47 115	45 743	47 977	51 340
Pekao*	63 013	59 977	61 972	123 237	124 096	132 030	132 348	140 968	153 701
PKO BP	84 515	85 954	91 613	102 026	108 538	134 636	163 601	173 138	190 091
RAZEM	279 413	284 125	301 186	389 645	422 554	522 511	541 694	573 233	624 864

Źródło: DI BRE Banku, banki

* dane do 2005 roku nie uwzględniają przejętej części aktywów BPH.

Stopy procentowe i marże odsetkowe

- Banki istotnie podniosły marże kredytowe. Z tych poziomów nie oczekujemy już wzrostu. Sprzedaż nowych wolumenów pozostanie przez jakiś czas na tym poziomie cen, jednak wraz ze spadkiem wyceny ryzyka kredytowego, banki będą również stopniowo obniżać stawki. Marże nie powinny jednak wrócić do poziomu z okresu poprzedniej prosperity. Portfele kredytów będą stopniowo poprawiać swoją marżowość, gdyż rewizja cenników nowej produkcji będzie przekładać się na marże portfela wraz z tempem zapadania starych należności.
- Uważamy, że banki wyznaczyły dno na marży depozytowej w 2Q09. Wraz ze stabilizacją rynkowych stóp procentowych, większą stabilnością na rynkach finansowych, mniejszą akcją kredytową i umocnieniem złotówki zobaczymy trwale odbicie na marży depozytowej. Stawki nowych lokat terminowych już znajdują się poniżej WIBOR3M, jednak portfel istniejących lokat dalej wskazuje na oprocentowanie powyżej stóp rynkowych. W ostatnich miesiącach lokaty gospodarstw domowych przynosiły straty, a czynnikiem rozważającym były rachunki bieżące.
- Na poprawie marż w największym stopniu skorzysta Bank Millennium który obok wysokich stawek depozytów, ma duży portfel niskooprocentowanych kredytów hipotecznych refinansowany derywatami (których ceny w ostatnim okresie istotnie spadły). Poprawę marż już widzimy w ING BSK i Banku Handlowym, które dzięki znacznej nadwyżce depozytów nad kredytami nie brały udziału w wojnie depozytowej, jednocześnie będąc beneficjentem rosnących marż kredytowych (głównie w segmencie korporacyjnym).

2Q09 może wyznaczyć naszym zdaniem dno marży odsetkowej w bankach. Ze względu na toczącą się w poprzednich dwóch kwartałach wojnę depozytową, kontynuowaną zresztą (choć z mniejszą intensywnością i innymi środkami) w 2Q09, banki nie były beneficjentami spadających stóp procentowych ograniczających koszt finansowania. Polskie banki, finansujące się przede wszystkim z depozytów klientów nie były w stanie przerzucić spadku marż na ofertę depozytową. Kryzys na globalnych rynkach finansowych spowodował ucieczkę do małych depozytów detalicznych, a jednym z najpoważniejszych skutków globalnych zawirowań dla polskiego sektora bankowego była wojna depozytowa. Jej efekt został dodatkowo wzmocniony przez bardzo szybką ścieżkę obniżania stóp procentowych jaką obrała RPP w pierwszej połowie tego roku. Spadające stopy procentowe zawsze mają negatywny wpływ na marże (efekt spadającego spreadu depozytowego, szczególnie na ROR-ach), jednak w tym przypadku został dodatkowo wzmocniony zarówno przez wysokie stawki, jak i większą skłonność klientów do lokowania nawet drobnych oszczędności na lokatach terminowych. Działo się to kosztem rachunków bieżących. Największą popularnością cieszyły się lokaty trzymiesięczne, co z perspektywy klienta indywidualnego nie powoduje zamrożenia środków na długi okres, a jednocześnie dla banków daje niestety tylko krótkoterminowe finansowanie.

Marże depozytowe

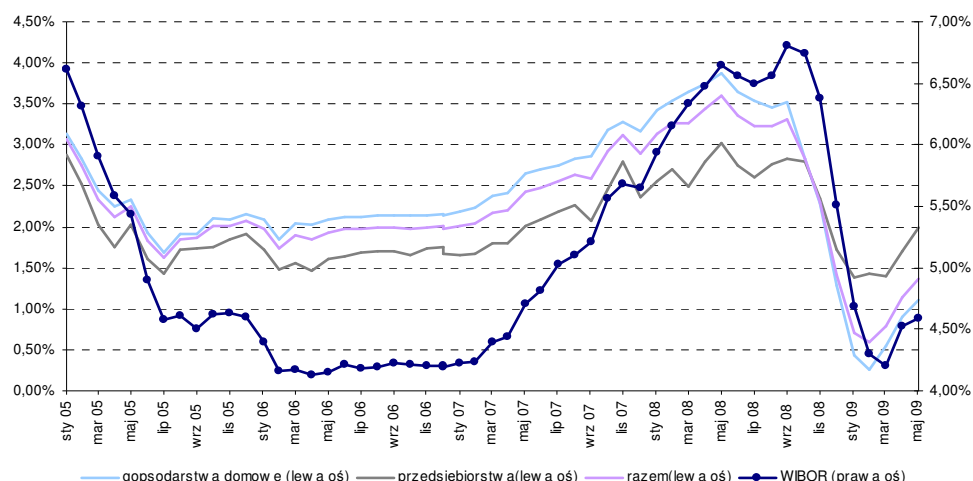
Na rynku pojawiają się coraz wyższe nadwyżki płynności, co jest efektem ograniczonej podaży kredytów, dopływu środków unijnych do klientów banków, ciągle dynamicznie rosnącej puli oszczędności gospodarstw domowych. W lipcu z sektora odpłynęło 5,5 mld PLN depozytów, co w głównej mierze dotyczyło spadku środków przedsiębiorstw o 3 mld PLN (jednak po przyroście o 7 mld PLN miesiąc wcześniej – zwroty podatków, środki unijne) oraz spadku środków na rachunkach niemonetarnych instytucji finansowych. Lipiec był pierwszym miesiącem od początku roku, gdy depozyty gospodarstw domowych nie zmieniły się.

Tłumaczymy to odpływem środków na rynki kapitałowe i ujemną dynamiką funduszu płac m/m. Banki również oferują coraz mniej atrakcyjne stawki za depozyty co przemawia za alternatywnymi kanałami oszczędzania.

Na rynku widoczna jest jednak poprawa płynności, na którą wpływ mają przede wszystkim:

- Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej (z 3,5% do 3% w lipcu). Nie przekłada się to na poziom akcji kredytowej, ale generuje dodatkową płynność. Z czasem przełoży się również na wzrost podaży kredytu.
- Umacniająca się złotówka powoduje spadek portfela kredytów walutowych poprawiając strukturę bilansu. W lipcu po silnym umocnieniu złotówki portfel kredytów spadł o przeszło 12,6 mld PLN.
- Obniżona podaż i popyt na kredyt, co pozwala odzyskać bufor bezpieczeństwa w bankach.

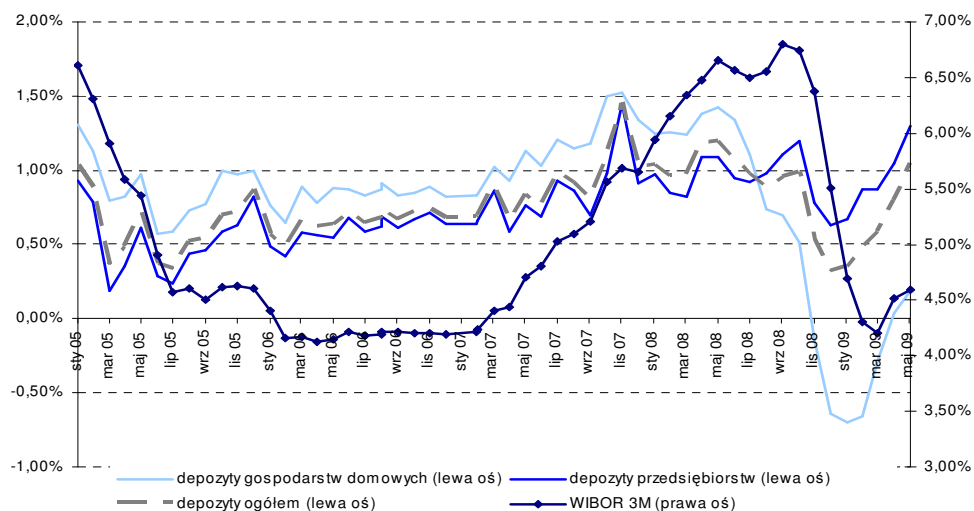
Różnica oprocentowania stanu depozytów i WIBOR3M



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Od początku drugiego kwartału mamy do czynienia z sukcesywną poprawą marży depozytowej. Z końcem marca wygasły depozyty trzymiesięczne oferowane w 4Q08 przy stawkach przekraczających często 8% (cieszące się bardzo dużym powodzeniem). W bilansach banków nadal znajdują się depozyty pozyskane w tamtym okresie, jednak na dłuższe terminy (np. sześciomiesięczne). Wraz z zapadaniem kolejnych partii lokat będziemy mieli do czynienia z poprawą marży depozytowej. W dalszym ciągu oprocentowanie nowych depozytów jest wysokie w relacji do historycznych stawek, jednak wykazują one coraz mniejszy koszt dla banków. W 1Q09 dodatni spread depozytowy na portfelu depozytów w sektorze wynikał tylko i wyłącznie z depozytów bieżących, gdyż stawki na lokatach terminowych generowały straty.

Różnica oprocentowania nowych depozytów i WIBOR3M



Źródło: DI BRE Banku, NBP

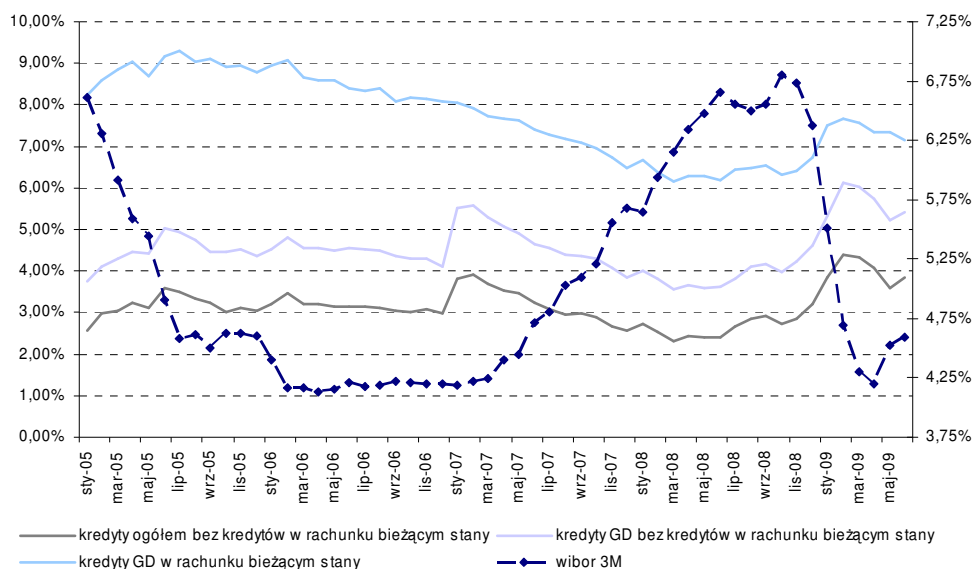
Stawki oferowane gospodarstwom domowym były ujemne w okresie grudzień'08 – kwiecień'09. W maju banki „wyszły na plus”, ale tylko dzięki wyższemu WIBOR-u 3M. Mamy obecnie najniższe stopy procentowe w historii, co przemawia za większą presją na marżę depozytową niż w poprzednich okresach, jednak patrząc na okres luty'06 – luty'07 (najniższy WIBOR3M w poprzednim cyklu), spread depozytowy na nowej produkcji będzie utrzymywał się w przedziale 50 – 100 pb. Uważamy, że w horyzoncie kilku kwartałów należy oczekiwać wzrostu spreadu depozytowego o około 50 pb.

Marże kredytowe

Spadek spreadu między oprocentowaniem kredytów i WIBOR3M wynika z opóźnienia rewizji bazowej stawki stopy procentowej kredytu w relacji do stóp rynkowych. Wynika to z krótkoterminowego układu stóp, a nie ze zmiany strategii cenowej banków. Strategia przewiduje utrzymanie marż kredytowych na wyższym poziomie i spadek wraz ze spadkiem wyceny ryzyka kredytowego i kosztu finansowania. Nie widzimy potencjału do dalszego wzrostu marż kredytowych z obecnych poziomów. Nie oczekujemy ich spadku do poziomów sprzed kryzysów (trwale naszym zdaniem zmieniły się w tym czasie również warunki w koscie finansowania). Uważamy, że spadek marż kredytowych nastąpi w okresie, gdy spadnie wycena ryzyka kredytowego, czyli tym samym w okresie pojawienia się trwałych sygnałów ożywienia gospodarczego, które będzie również pozytywnym sygnałem dla wzrostu wolumenów w bankach (niższe marże będą rekompensowane przez wolumen).

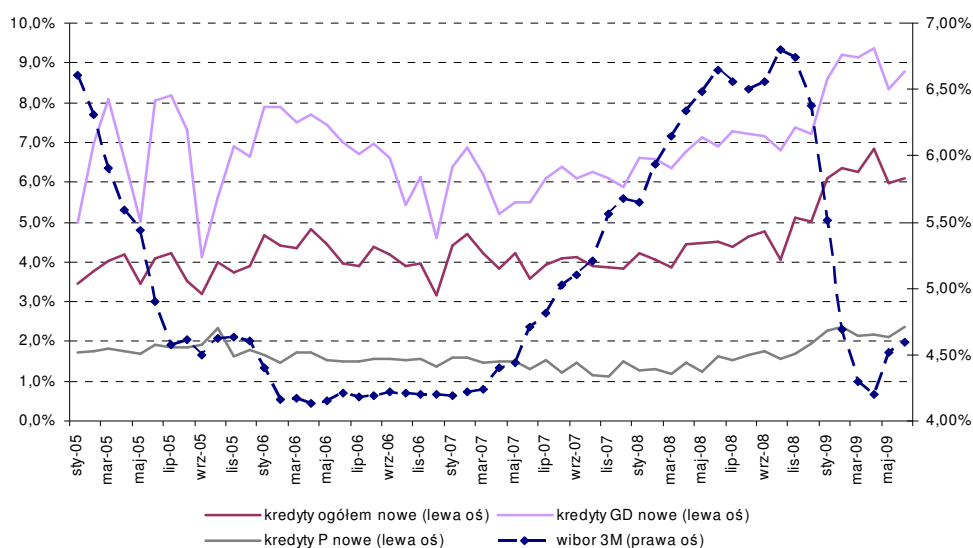
W 2Q09 widać niestety spadek przychodów kredytowych, co jest wynikiem spadku rynkowych stóp kredytowych. Dodatkowo wpływ na poziom marż ma opóźnienie w aplikacji stawek WIBOR do oprocentowania kredytów (banki stosują średnie za określony okres przeszły, lub na koniec poprzedniego okresu). Proces ten dodatkowo wspierany jest przez wzrost WIBOR3M w maju, zatem należy oczekiwać, że czerwiec przyniesie dalszy trend w tym zakresie. Jednocześnie wykresy pokazują jedynie trendy, gdyż w rzeczywistości punktem odniesienia dla polskich banków jest cena depozytu, bo to on, a nie środki z rynku, stanowią główne źródło finansowania akcji kredytowej (wynika to ze struktury aktywów). Uważamy, że pod względem marży kredytowej 2Q09 był początkiem trudniejszego okresu dla banków, gdyż powoli odzwierciedlały one okresy gwałtownego spadku stóp procentowych. Okres maj – czerwiec przyniosły pewną ulgę (wzrost WIBOR3M), jednak w związku z jego spadkiem jaki obserwowaliśmy od ostatniego tygodnia czerwca ponownie można oczekiwać spadku oprocentowania kredytów w kolejnych okresach.

Spread między stanami kredytów a WIBOR3M



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Spread między nowymi kredytów a WIBOR3M



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Podsumowanie

Polskie banki będą wykazywały wyższą marżę odsetkową netto niż zachodnie banki ze względu na inne źródła finansowania akcji kredytowej (brak finansowania hurtowego). Jednocześnie wysoki w latach 2006 – 2008 należy przypisywać kilku czynnikom, które naszym zdaniem nie będą możliwe w kolejnych latach:

- Nadwyżka depozytów nad kredytami w początkowym okresie, pozwalająca na utrzymywanie wysokich spreadów depozytowych.
- Większy udział depozytów bieżących w strukturze depozytów ogółem.
- Optymalizacja struktury bilansu. Banki konwertowały depozyty na jednostki uczestnictwa, co poprawiało strukturę finansowania jednocześnie prowadząc aktywną sprzedaż kredytów (wzrost najlepiej oprocentowanych aktywów odsetkowych w bilansie).
- Rosnące stopy procentowe poszerzały marżę depozytową.

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	3,3%	3,4%	3,4%	3,2%	3,3%	3,5%	3,3%	2,5%	2,6%	2,7%
Handlowy	2,2%	2,3%	2,9%	3,1%	3,0%	3,2%	3,4%	3,7%	3,7%	3,7%
ING BSK	3,7%	3,1%	2,6%	1,9%	2,1%	2,1%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%
Kredyt Bank	3,2%	3,0%	2,8%	3,6%	3,6%	3,5%	3,2%	2,7%	2,6%	2,5%
Millennium	3,6%	2,8%	1,6%	2,3%	2,7%	3,0%	3,0%	1,4%	2,0%	2,0%
Pekao	4,7%	3,8%	3,6%	3,9%	4,4%	3,5%	3,5%	2,9%	3,1%	3,2%
PKO BP	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,4%	5,0%	3,2%	3,3%	3,4%
RAZEM	3,8%	3,5%	3,3%	3,3%	3,6%	3,5%	3,6%	2,8%	2,9%	3,0%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Uważamy, że marża odsetkowa netto poprawi się w przyszłym roku na skutek:

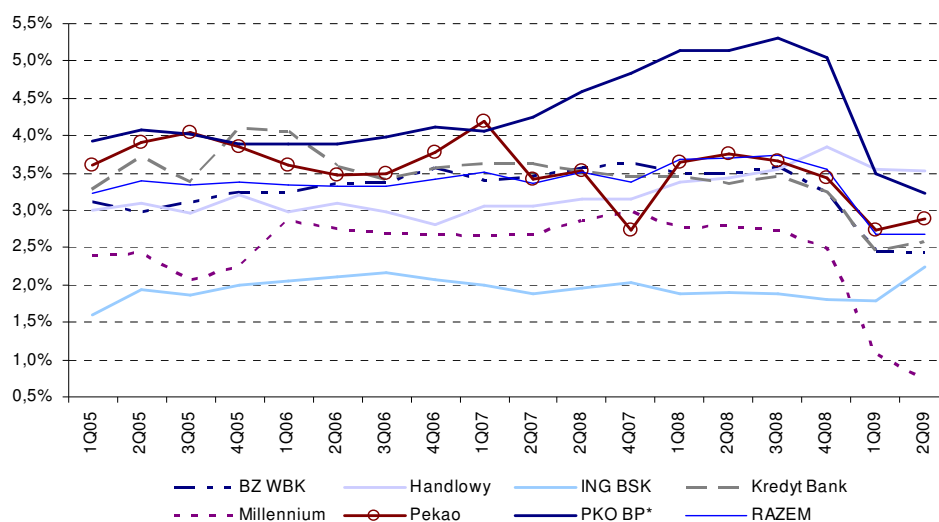
- poprawy sytuacji na rynku międzybankowym;
- umocnienia złotówki w relacji do poziomów z 1H09;
- niższej aktywności banków w obszarze nowych kredytów;
- wyższych marż kredytowych na nowej produkcji.

Powrót do marż rzędu 3,3% będzie naszym zdaniem niemożliwy ze względu na:

- zmianę obrazu płynności w sektorze;
- spadek marż kredytowych w obliczu poprawy koniunktury gospodarczej (obecny poziom nowych marż postrzegamy jako szczytowy);
- znacznie niższych wolumenów przyrostu kredytów, które dodatkowo będą w dynamice naśladować potencjał oszczędnościowy klientów banków (ważna relacja kredyty/depozyty);
- utrzymania się spreadów depozytowych na niskich poziomach;

- za wyższy wzrost kredytów banki będą musiały zapłacić cenę finansowania hurtowego, co zmieni strukturę źródeł finansowania i podniesie koszt finansowania ogółem (mimo pozytywnych trendów w depozytach klientów).

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem) kwartalnie



Źródło: DI BRE Banku, banki

* NIM dla 2Q09 – prognoza DI BRE banku

Największej skali poprawy marży odsetkowej w relacji do bieżących poziomów należy oczekiwać w Banku Millennium. Uważamy, że będzie to główny motor poprawy przychodów w tym banku w przyszłym roku. Zmiana strategii depozytowej w PKO BP, której egzekucja rozpoczęła się jesienią ubiegłego roku, naszym zdaniem trwale zmieni obraz marży odsetkowej w banku. Marża ulegnie poprawie w kolejnych dwóch latach, lecz nie powróci do poziomu ponad 4% notowanego historycznie.

Wolumeny

- Oczekujemy wzrostu wolumenów kredytów o 4,5% w 2009 roku. Jednocześnie oczekujemy wzrostu portfela depozytów o prawie 6%. Rewizja prognoz w górę wynika z wolniejszego ograniczania kredytowania segmentu przedsiębiorstw niż prognozowane wcześniej (m.in. efekt zamiany zobowiązań opcyjnych na kredyty) przy jednocześnie depozytach rosnących szybciej przede wszystkim w obszarze gospodarstw domowych (jeden z niewielu pozytywnych efektów wojny depozytowej).
- Przyszły rok nie przyniesie naszym zdaniem zdecydowanego odbicia w dynamikach. Postrzegamy jednak te założenia jako konserwatywne.
- Szanse na dwucyfrowy wzrost wolumenów widzimy w 2011 roku (poprawa sytuacji płynnościowej w bankach, umocnienie złotówki, spadek wyceny ryzyka kredytowego, ograniczenie marż kredytowych na nowej produkcji w relacji do obecnych poziomów). Uważamy prognozy tego rzędu wzrostu wolumenów za uzasadnione ze względu na ciągle duży potencjał wzrostu znaczenia sektora bankowego dla gospodarki kraju.

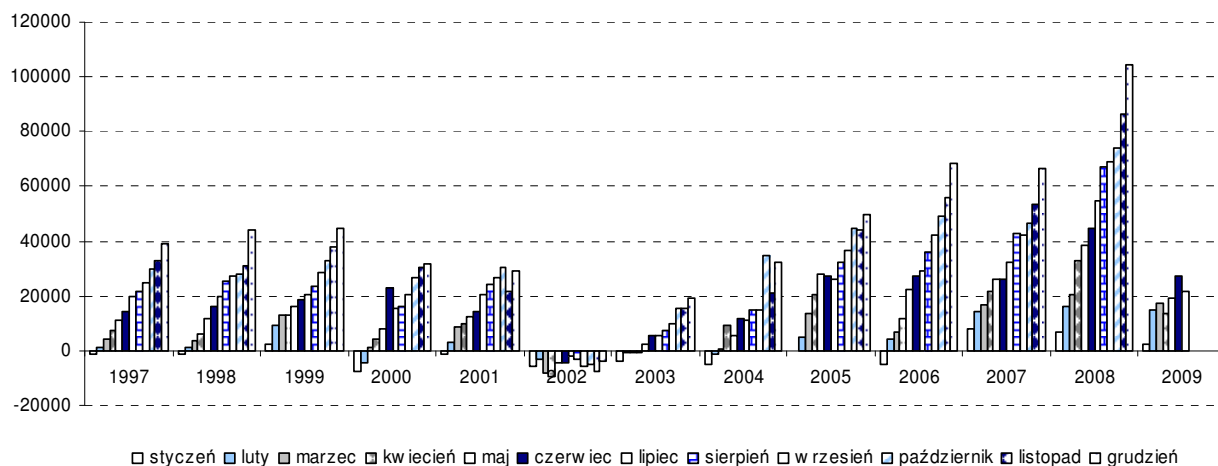
W relacji do poprzedniego raportu z większym optymizmem patrzymy na tegoroczny przyrost wolumenów. Dane na koniec lipca 2009 wskazują na solidny wzrost M3 (3,3% YTD, +22 mld PLN, +12% R/R). Historycznie tylko raz, w 2002 roku, mieliśmy do czynienia ze spadkiem podaży pieniądza M3. Wynikał on przede wszystkim z obniżania się depozytów gospodarstw domowych i niemonetarnych instytucji finansowych. Pozostałe grupy klientów banków w tym czasie w bardzo niewielkim stopniu przyczyniały się do zmian M3. Częściowo środki z depozytów przechodziły do gotówki. W ślad za tym poszło również ograniczenie podaży kredytów dla gospodarstw domowych. W obecnym cyklu mamy do czynienia z innym trendem. To depozyty gospodarstw domowych zapewniają wzrost M3. W ich kierunku skierowany jest również największy strumień kredytów. Ujemnych przepływów dostarczają za to przede wszystkim FUS (-8,4 mld PLN od końca 2008) oraz przedsiębiorstwa (-4,3 mld PLN, po mocnym odbiciu w czerwcu aż o 7 mld PLN). O ile oczekujemy wzrostu kredytów na rzecz

FUS (prasa pisała o kwotach rzędu 5 – 8 mld PLN), to oczekujemy dalszego ograniczania podaży kredytów dla przedsiębiorstw.

Mimo ograniczenia podaży pieniądza na rzecz przedsiębiorstw, oczekujemy wzrostu M3 w tym roku. Tempo wzrostu będzie jednak sukcesywnie spadać w dalszej części roku w ślad za coraz wolniejszym przyrostem depozytów, spłacanymi starymi kredytami i ograniczoną podażą nowych. Już obecnie widać, że przyrost M3 od początku roku jest znacznie niższy niż miało to miejsce w lipcu 2008 roku. Oczywiście w drugiej połowie 2008, duży wpływ na przyrost miało gwałtowne osłabienie złotówki, jednak w 1H08 umacniająca się złotówka miała odwrotny wpływ na podaż pieniądza, co jeszcze bardziej potęguje różnicę między przyrostami.

Niskie stopy procentowe nie mają przełożenia na podaż kredytów dla gospodarki, gdyż na przeszkodzie staje wyższa wycena ryzyka, a do tej pory również aspekty płynnościowe. Trwalszego ożywienia oczekujemy w 2011 roku (przyrost kredytów i depozytów rzędu 7- 10%). Zgodnie z trendami na całym świecie oraz założeniami z poprzednich raportów analitycznych zakładamy, że banki dopasują poziom akcji kredytowej do tempa wzrostu portfela depozytów. Dopiero trwałe ożywienie w gospodarce, może przynieść chęć sięgnięcia po większą skalę finansowania hurtowego.

Zmiana podaży pieniądza M3 YTD narastająco



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Prognoza wolumenów w sektorze bankowym (mln PLN)

Kredyty	GD	P	inne	RAZEM	Depozyty	GD	P	inne	RAZEM
2008	372430	225666	39997	638093	2008	332001	151272	91121	574394
2009P	406840	212126	47997	666962	2009P	374147	140834	92892	607873
2010P	427182	216368	55196	698746	2010P	405201	147735	106826	659762
2011P	458366	229351	60716	748432	2011P	446937	159554	117508	723999
2012P	500535	251368	63752	815655	2012P	487608	174552	123384	785543
R/R	GD	P	inne	RAZEM		GD	P	inne	RAZEM
2008	44,7%	28,8%	15,1%		2008	26,5%	4,1%	34,4%	
2009P	9,2%	-6,0%	20,0%	4,5%	2009P	12,7%	-6,9%	1,9%	5,8%
2010P	5,0%	2,0%	15,0%	4,8%	2010P	8,3%	4,9%	15,0%	8,5%
2011P	7,3%	6,0%	10,0%	7,1%	2011P	10,3%	8,0%	10,0%	9,7%
2012P	9,2%	9,6%	5,0%	9,0%	2012P	9,1%	9,4%	5,0%	8,5%
Kredyty/depozyty	GD	P	inne	RAZEM					
2008	112,2%	149,2%	43,9%	111,1%					
2009P	108,7%	150,6%	51,7%	109,7%					
2010P	105,4%	146,5%	51,7%	105,9%					
2011P	102,6%	143,7%	51,7%	103,4%					
2012P	102,7%	144,0%	51,7%	103,8%					

Źródło: DI BRE Banku

Gospodarstwa domowe

- Silniejszy wzrost depozytów w 1H09 stoi za podniesieniem całorocznych prognoz wzrostu portfela oszczędności. Pozwala to jednocześnie z nieco większym optymizmem spojrzeć na podaż kredytów w bankach w 2H09.
- Zagrożeniem dla wzrostu portfela depozytów w kolejnych latach jest odpływ środków do alternatywnych kanałów oszczędzania (m.in. TFI). Daje to bankom dodatkowy strumień przychodów, ale jednocześnie ogranicza potencjał wzrostu wolumenów. W największym stopniu mogą na tym skorzystać banki o płynnych bilansach i jednocześnie posiadających TFI w grupie (BZ WBK, Pekao, PKO BP, ING BSK). W tym przypadku ograniczenie portfela depozytów nie ograniczy potencjału finansowania akcji kredytowej.
- Słabsze tempo przyrostu oszczędności w kolejnych kwartałach będzie wynikało z efektu rosnącej bazy wygenerowanej na fali konkurencji o depozyty („wojna depozytowa”), która wygenerowała również relokację do depozytów innych form oszczędności (TFI, zakupy). Motorem dla ciągłego wzrostu oszczędności będzie rosnąca stopa oszczędzania.
- Bardziej optymistycznie postrzegamy tegoroczną sprzedaż kredytów hipotecznych (podnosimy prognozy z 25 – 30 mld PLN do 30 – 35 mld PLN). Jednocześnie oczekujemy utrzymania się wysokiej ostrożności banków w zakresie wzrostu portfela kredytów konsumpcyjnych. Podobnie widzimy rozwój w segmencie w kolejnych latach.

Depozyty

Zakładamy wzrost depozytów gospodarstw domowych o 12,7% R/R w 2009 roku (podnosimy założenia z 7%, Marzec'09). Od początku roku depozyty gospodarstw domowych są motorem wzrostu dla całkowitego portfela oszczędności lokowanych w bankach. Dane na koniec lipca wskazują, że dynamika YTD sięga już 9,7%. Wysokie oprocentowanie depozytów (w sektorze toczyła się wojna depozytowa) znacznie obniża atrakcyjność alternatywnych metod lokowania oszczędności. W sytuacji, gdy fundusze inwestycyjne nie są tak popularne jak kiedyś wśród klientów indywidualnych i główna do tej pory sieć dystrybucji (banki) przestawiła się na sprzedaż depozytów, jedyną alternatywą są obligacje detaliczne. Z punktu widzenia rządu promocja obligacji detalicznych jest korzystna (deficyt), jednak dopóki konkurencją są krótkoterminowe wysokooprocentowane depozyty, klient wybierze to drugie. Uważamy, że w drugiej połowie roku tempo przyrostu depozytów gospodarstw domowych zwolni, jednak dalej pozostaną one motorem wzrostu dla całego portfela.

Przyczyn spadku tempa przyrostu oczekujemy przede wszystkim ze strony rosnącego bezrobocia i coraz mniejszej skali relokacji oszczędności w kierunku depozytów (relokacja wspierana była m.in. przez wojnę depozytową). Dane nt. funduszu płac i oczekiwania w zakresie zatrudnienia wskazują na zbliżający się okres pogorszenia się sytuacji gospodarstw domowych. Banki powoli redukują oprocentowanie depozytów i wraz z postępem roku powinniśmy zobaczyć coraz mniej korzystne oferty. W tym momencie konkurencją dla oszczędzania w bankach staną się obligacje detaliczne. Jednak ich skala nie będzie miała istotnego wpływu na wolumen depozytów.

W kolejnych latach coraz lepszą alternatywą staną się fundusze inwestycyjne. Uważamy, że fundusze utorują sobie drogę do dystrybucji w alternatywnych do banków kanałach sprzedaży. Sektor bankowy na pewno będzie uczestniczył w dystrybucji jednostek (marża za dystrybucję i udział w marży za zarządzanie stanowi łakomy kąsek, banki będą wspierały podmioty z grupy), jednak akcent zostanie przestawiony z konwersji już istniejących depozytów (poprzednia hossa), na zarządzanie zrównoważonym wzrostem oszczędności klientów w poszczególnych grupach. Fundusze wyjdą szerzej w kierunku pośredników finansowych, dla których sprzedaż jednostek i doradztwo w kwestii produktów inwestycyjnych stanie się coraz ważniejszym kawałkiem chleba. Najniższej dynamiki depozytów gospodarstw domowych oczekujemy w przyszłym roku (+5% R/R) ze względu na dno cyklu na zatrudnieniu, alternatywne metody oszczędzania i wysoką bazę 2009 roku wywołaną m.in. wojną depozytową.

Kredyty

Mocny przyrost po stronie depozytów segmentu detalicznego będzie miał pozytywny wpływ na wolumen kredytów. Pozyskane wysokim kosztem depozyty muszą „zarobić na siebie”. Co prawda ich przyrost nie może się równać z tym odnotowanym w ubiegłym roku, jednak za utrzymaniem sprzedaży kredytów dla gospodarstw domowych przemawia: (i) potencjał do osiągnięcia wyższej marży, (ii) ostrożniejsze podejście do oceny ryzyka kredytowego pozwala pozyskanie klienta o lepszym profilu, (iii) poprawa marży na całym portfelu kredytu, co

zmniejsza negatywny wpływ drogich depozytów na wynik odsetkowy.

W tym kontekście podwyższamy naszą prognozę sprzedaży kredytów hipotecznych w 2009 roku do poziomu 30 – 35 mld PLN z poprzednich 25 – 30 mld PLN. Do końca lipca 2009 sprzedało się 20,2 mld PLN kredytów hipotecznych. W samym 2Q09 mieliśmy do czynienia z odbiciem sprzedaży, która sięgnęła 9,1 mld PLN. Wynika z tego, że w 1Q09 sprzedano 7,7 mld PLN. Co prawda ZBP zrewidował tym samym sprzedaż w 1Q09, gdyż wcześniej ogłosił, że w 1Q09 sprzedano kredyty o wartości 7 mld PLN. Przy sprzedaży średnio 3 mld PLN miesięcznie do końca br. sektor uzyska sprzedaż na poziomie 35 mld PLN. Przy sprzedaży 2,5 mld PLN - 32,7 mld PLN. Sprzedaż na poziomie 2,5 mld PLN miała miejsce nawet w początkowych miesiącach br., zatem nawet przy mocno ograniczonej płynności i obawach o perspektywy rynku. W świetle stabilizacji prognoz i poprawy sytuacji płynnościowej w bankach, można oczekiwać nieco wyższych wolumenów. Większość sprzedaży sektora będzie realizowana w PLN, co stanowi znaczącą odmianę w relacji do ubiegłorocznych wolumenów. Oczekujemy, że sprzedaż w walucie nie przekroczy 30% całkowitego wolumenu, a udział tego typu kredytów będzie maleł wraz z upływem roku (na początku uruchamiane były kredyty z wcześniej zawartych umów kredytowych). Oczekujemy spadku udziału banków giełdowych w sprzedaży kredytów ogółem, gdyż większość z nich zrezygnowała, lub radykalnie zaostrzyła warunki udzielania walutowych kredytów hipotecznych co utrudniało drogę do wzmocnienia pozycji tym graczom, którzy do tej pory liczyli się w mniejszym stopniu, a pozostali przy oferowaniu kredytów walutowych (np. Deutsche Bank, DnB Nord). Mimo dobrych danych za 2Q09, z rezerwą podchodzimy do sprzedaży kolejnych kwartałów. Sezon zimowy nie sprzyja tego rodzaju kredytom. Dodatkowo nastroje bankowców mogą zostać ostudzone przez rosnące po wakacjach bezrobocie.

W pierwszej połowie roku średnia wartość udzielonego kredytu nieznacznie przekroczyła 200 tys. PLN, podczas gdy z danych za 1H08 wynika, że sięgała ona około 218 tys. PLN. Widoczne są spadki w naszej opinii wywołane zarówno korektą cen nabywanych nieruchomości jak i podniesionym w bankach wymogom wkładu własnego.

Oczekujemy wzrostu portfela kredytów na nieruchomości dla gospodarstw domowych o 11,6% w 2009 roku, przy znacznie większym przyroście ze strony kredytów złotówkowych (efekt bazy, prawie +24% R/R). Pozostałe kredyty na rzecz gospodarstw domowych wzrosną o 6,6%, w związku z ograniczeniem podaży kredytów gotówkowych, ostrzejszym podejściem do analizy kredytowej, ograniczonym popycie na tego rodzaju produkty (mniejsze tempo wzrostu konsumpcji, mniejsza skłonność do zakupu aktywów trwałych tj. np. samochody w związku z obawami o utrzymanie dochodów, większa skala nasycenia tego rodzaju produktami w gospodarstwach domowych w relacji do średnich krajów rozwiniętych).

Przedsiębiorstwa

- **Splata kredytów inwestycyjnych, ograniczenie wykorzystania kredytów obrotowych spowoduje spadek portfela kredytów dla przedsiębiorstw o 6% w tym roku. W przyszłym roku odbicie będzie niewielkie, rzędu 2%.**
- **Niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych stwarza potencjał do poprawy wyników bez konieczności zaciągania nowych kredytów (podobnie jak w poprzednim cyklu). Przedsiębiorstwa w większym stopniu będą również wykorzystywały środki własne do finansowania inwestycji.**
- **Na rynku pojawi się potencjał do plasowania emisji długu komercyjnego (banki nie mają płynności, aby prowadzić agresywną akcję kredytową, a jednocześnie inwestorzy zwiększają swój apetyt na ryzyko).**
- **Lepsza koniunktura makroekonomiczna pozwoli na poprawę wyników finansowych i odbudowę portfela oszczędności przedsiębiorstw.**

Depozyty

Przedsiębiorstwa od początku roku konsumowały swoje oszczędności. Portfel depozytów segmentu spadł prawie o 2,9% od początku roku. Spadki zostały mocno zahamowane w czerwcu, gdy depozyty przyrosły w ciągu miesiąca o 7,2 mld PLN. Prawdopodobną przyczyną są zwroty podatków. Uważamy, że kolejne miesiące przywrócą trend spadkowy w tej pozycji. W lipcu ponownie baza depozytowa obniżyła się (o 3 mld PLN). Dna oczekujemy na przełomie trzeciego i czwartego kwartału. Pod koniec roku można oczekiwać sezonowego wzrostu portfela depozytów (po części też z tytułu podatków, ale również z tytułu zamykania obrotów rocznych). Utrzymujemy założenie spadku portfela depozytów przedsiębiorstw o niespełna 7% w 2009 roku.

Początek roku upłynął pod znakiem presji na podaż kredytu. Przedsiębiorstwa stawiały czoła

coraz wyższym wymogom ze strony banków, rosnącym marżom i limitom na kredyt obrotowy. Ograniczenie podaży kredytu wywołało spadek depozytów, które posłużyły pokryciu ograniczonych linii kredytów obrotowych. Jednak ograniczenie podaży kredytu w największym stopniu wpłynęło na ograniczenie akcji kredytowej w obszarze inwestycji i nieruchomości (choć tutaj uruchamiane były kolejne transze wynikające z wcześniej podpisanych umów kredytowych). Zmiana po stronie kredytów będzie miała kolejne konsekwencje po stronie oszczędności przedsiębiorstw. Rewizję skali kredytowania klientów banków mamy już za sobą, podaż nowych kredytów kuleje, a przedsiębiorstwa restrukturyzują bilanse. Przy ujemnych inwestycjach, tylko kwestią czasu pozostaje odkładanie się większych oszczędności w segmencie (w ślad za poprawiającymi się wynikami spółek i odkładaniu ich na depozytach). Korzystnie na zakredytowanie przedsiębiorstw wpływać będzie spłata starych kredytów inwestycyjnych. Bilans kredyty/depozyty będzie się poprawiał przez kolejne dwa lata dzięki spłaceniu starych kredytów i znacznie obniżonej podaży i popytowi na nowe kredyty.

Kredyty

Nasza poprzednia prognoza zakładała, że banki zdecydują się na ograniczenie kredytów dla przedsiębiorstw na tyle duże, że już w tym roku będziemy mieli do czynienia ze spadkiem relacji kredyty/depozyty w tym segmencie. Analiza wolumenów od początku roku wskazuje jednak, że proces restrukturyzacji bilansów banków wydłuży się i będzie miał wpływ na wolumeny banków również w przyszłym roku (kiedy w poprzednim raporcie zakładaliśmy już umiarkowane odbicie na poziomie 4,7%).

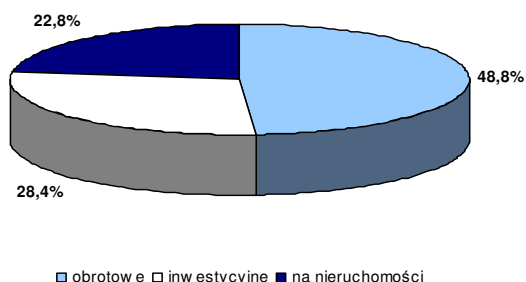
Banki nie są w stanie zredukować wolumenu kredytów inwestycyjnych oraz z przeznaczeniem na nieruchomości. Obie te grupy stanowią 51% portfela kredytów przedsiębiorstw ogółem. W przypadku braku problemów ze spłatą tego rodzaju kredytu, otrzymują raty, a w obecnej sytuacji należy oczekiwać wręcz wydłużenia okresu spłaty (mniejsza skłonność klientów do wcześniejszej spłaty, konieczność restrukturyzacji kredytów, np. rozłożenie rat na dłuższy okres). Uważamy, że kredyty inwestycyjne spadną w tym roku o 3 – 4% w 2009 roku, przy wyższej skali spadku kredytów walutowych (efekt umocnienia PLN do 4 EUR/PLN). W przypadku kredytów na nieruchomości zakładamy symboliczny wzrost portfela na poziomie 1% w skali roku. Wzrost wynika z sytuacji obserwowanej w pierwszej połowie 2009 roku (uruchomienia na kończące inwestycje). Największych spadków oczekujemy po stronie kredytów obrotowych. Będzie to wynikało z ograniczenia limitów kredytowych przez banki dokonanego na początku br. (kredyty obrotowe w PLN spadły o 2% YTD) oraz spłaty zobowiązań walutowych wynikających z rozliczania się zrestrukturyzowanych kontraktów terminowych. Zakładamy spadek kredytów obrotowych prawie o 9% R/R, przy czym zakładamy spadek w zakresie kredytów walutowych o 24%, a w przypadku złotych 5% R/R. Ogółem oczekujemy spadku portfela kredytów przedsiębiorstw o około 6% w 2009 roku (poprzednie założenie -13,5%).

Prognoza BRE Banku zakłada, że na koniec roku powinniśmy odnotować umocnienie PLN w relacji zarówno do końca 2008 roku, jak i obecnych poziomów kursu walutowego. W przypadku przedsiębiorstw jako walutę referencyjną traktujemy EUR. Prognoza BRE Banku zakłada kurs EUR/PLN na poziomie 4. Gdybyśmy przeliczyli portfel kredytów dla przedsiębiorstw na koniec maja 2009 i uwzględnili rewaluację istniejącego portfela kredytów walutowych do poziomu 4 EUR/PLN, dynamika portfela YTD sięgnęłaby -1%. W relacji do kursu EUR/PLN z końca 2008 (4,17), nastąpiłoby umocnienie polskiej waluty o około 4%.

Co siedzi w portfelu kredytów dla przedsiębiorstw?

Prawie połowa kredytów segmentu przedsiębiorstw to kredyty obrotowe. Ich udział w całkowitej podaży kredytów dla tego segmentu spada na przestrzeni ostatnich kilku lat. W tym czasie na znaczeniu zyskiwały kredyty z przeznaczeniem na inwestycje, jednak w największym stopniu zyskiwały, cały czas najmniejsze spośród trzech grup, kredyty na nieruchomości. Podobnie jak w przypadku segmentu gospodarstw domowych kredyty na nieruchomości w segmencie przedsiębiorstw nie miały znaczenia dla sektora bankowego przy poprzednim cyklu spowolnienia gospodarczego (do drugiej połowy 2003 roku ich udział w kredytach dla przedsiębiorstw nie przekraczał 10%). Jednocześnie udział kredytów z przeznaczeniem „na inwestycje” wynosi obecnie 28% wszystkich kredytów, przy czym ich udział zmalał na przestrzeni ostatnich 6 lat z poziomu 33% - 34% w 2003 roku do obecnych poziomów.

Struktura rodzajowa kredytów dla przedsiębiorstw (czerwiec'09)



Źródło: DI BRE Banku, NBP

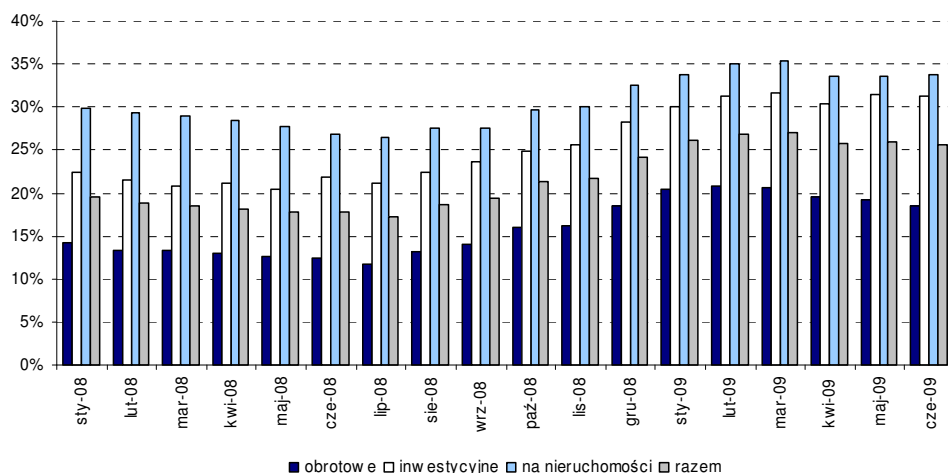
* obrotowe: „w rachunku bieżącym”, „dyskontowe”, „eksportowe”, „operacyjne”, „na zakup papierów wartościowych”, „związane z kartami kredytowymi”, „pozostałe”

Obecnie 26% kredytów dla przedsiębiorstw udzielona jest w obcej walucie. W odróżnieniu od segmentu gospodarstw domowych, gdzie ekspozycja na walutowe kredyty mieszkaniowe wystawia klienta banku na ryzyko kursu walutowego, większość kredytów walutowych dla przedsiębiorstw jest poparta ekspozycją danego klienta na przepływy walutowe (przychody z walucie – m.in. eksporterzy, deweloperzy komercyjni, lub koszty inwestycji rozliczane z wykonawcą w walucie). Najmniejszy udział kredytów walutowych mają kredyty obrotowe (18,5%), największy kredyty na nieruchomości (prawie 34%), w kredytach na inwestycje stanowią one 31,4%. Znacznej zmianie uległa struktura kredytów na inwestycje, które do końca sierpnia 2004 w ponad 40% zaciągane były w obcej walucie. Udział kredytów walutowych w kredytach na inwestycje stopniowo malał, aby w 3Q08 osiągnąć udział około 20%. Jednak na skutek gwałtownego osłabienia PLN, ich udział wzrósł do 31,4% obecnie. Podobnie było w przypadku pozostałych dwóch grup kredytów. Na skutek umocnienia PLN w pierwszej połowie 2008 roku udział kredytów walutowych malał, aby potem gwałtownie wzrosnąć (w przypadku kredytów obrotowych z 12% do 19% obecnie). Na koniec 1H08 udział kredytów walutowych w kredytach ogółem wyniósł 17%.

W przypadku kredytów walutowych obrotowych na ich wzrost udziału wpływ ma nie tylko osłabienie polskiej waluty, ale również restrukturyzacja zobowiązań przedsiębiorstw z tytułu rozliczenia kontraktów terminowych (niesymetryczne struktury opcyjnie zamieniane przez banki na należności kredytowe). W 2Q09 widzimy już jednak spadki wolumenów obrotowych kredytów walutowych, co można wiązać m.in. z rozliczaniem zobowiązań wynikających z opcji. Duża część kredytów z tego tytułu zostanie naszym zdaniem spłacona do końca br. Po przeliczeniu portfeli kredytów walutowych przedsiębiorstw po kursach EUR/PLN na koniec miesiąca, widzimy zahamowanie wzrostu portfela kredytów walutowych na inwestycje i nieruchomości począwszy od przełomu 3Q08 i 4Q08.

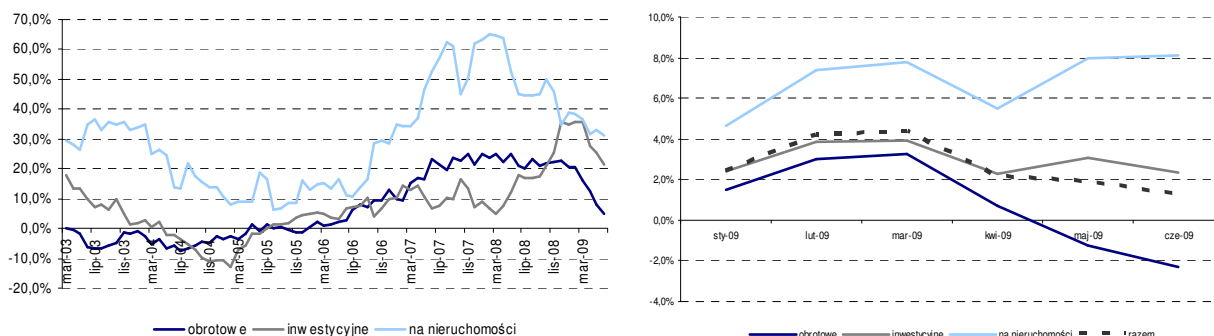
Jednocześnie zmiany portfela walutowych kredytów obrotowych w tym zakresie są znacznie mocniejsze. Portfel ten przyrastał w 4Q08 i 1Q09 Q/Q, aby wytracić dynamikę w 2Q09. Dynamiki roczne wskazują, że w 4Q08 i 1Q09 tempo przyrostu portfela przekraczało 40%. Uważamy, że spłata zobowiązań z tytułu opcji (przedsiębiorstwa otrzymują przepływy w EUR i powoli spłacają zobowiązania, kredyty te nie są odnawiane, zostały udzielone tylko w celu restrukturyzacji zobowiązań). Wpływ na spadek walutowych kredytów obrotowych wynika również ze spadku eksportu polskiej gospodarki.

Udział kredytów walutowych w kredytach dla przedsiębiorstw



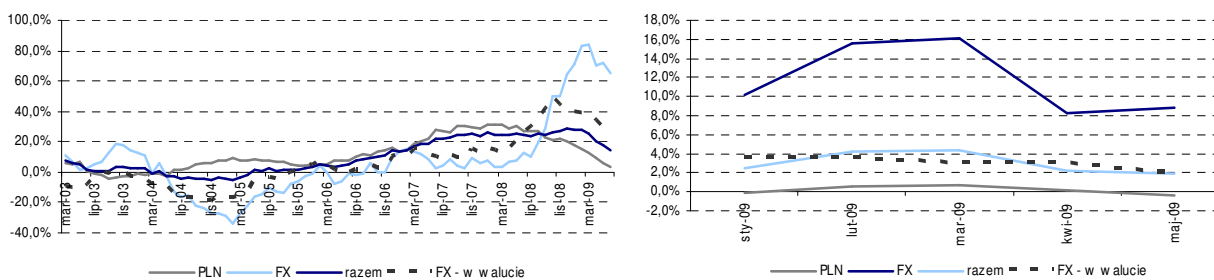
Źródło: DI BRE Banku, NBP

Zmiana portfela kredytów przedsiębiorstw (lewy wykres R/R, prawy wykres YTD'XII08)



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Zmiana portfela kredytów przedsiębiorstw (lewy wykres R/R, prawy wykres YTD'XII08)



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły od początku roku do końca czerwca o 1% (dane na temat M3 wskazują już spadek o 1% YTD). Widać bardzo wyraźne ograniczenie podaży nowych kredytów ze strony banków. Jednocześnie spółki również starają się ograniczyć kredytowanie pokrywając zobowiązania z własnych oszczędności (depozyty segmentu -3% YTD, VII'09). Do końca czerwca najbardziej wzrosły kredyty na nieruchomości (+8% YTD). Wynika to nie tylko ze wzrostu zobowiązań walutowych (nominalny wzrost o 11,8% YTD, po wyłączeniu wahań walutowych +4,4% YTD), ale również ze wzrostu zobowiązań w złotych (+6,3% YTD). O 2,3% wzrosły również od początku roku kredyty z przeznaczeniem na inwestycje, przy czym kredyty w PLN spadły w tym obszarze o 2% YTD, podczas gdy kredyty walutowe wzrosły o 13,3% YTD nominalnie i o 6% w stałym kursie walutowym. Najgorzej prezentują się kredyty obrotowe. Od początku roku ich wartość spadła o 2,3%, przy czym kredyty w PLN o 2,4%, a walutowe spadły nominalnie o 2,1% (po wyłączeniu wahań walut spadły o 8,6%).

Pierwszym krokiem ze strony banków zmierzającym do ograniczenia podaży kredytów było ograniczenie skali kredytów obrotowych. Są to kredyty krótkoterminowe, przy których umowy negocjowane są zazwyczaj raz w roku. Dają one największą elastyczność bankom w zakresie optymalizacji podaży kredytów. Widzimy również zatrzymanie się kredytów inwestycyjnych. Od początku roku wzrosły one o 2% (rok temu YTD na koniec maja 2008 wynosiło prawie 15%, a w całym 2008 roku kredyty te wzrosły o 36%). Banki nie mogą zrywać umów kredytowych, o ile klienci nie łamią zapisów umowy. Nawet w przypadku zaistnienia takich warunków, banki muszą brać pod uwagę wpływ cofnięcia kredytu na sytuację klienta. Jeśli jest on w dobrej kondycji finansowej, a złamanie zapisów wynika np. z osłabienia się PLN (np. PKN Orlen), banki raczej restrukturyzują i aneksują umowy.

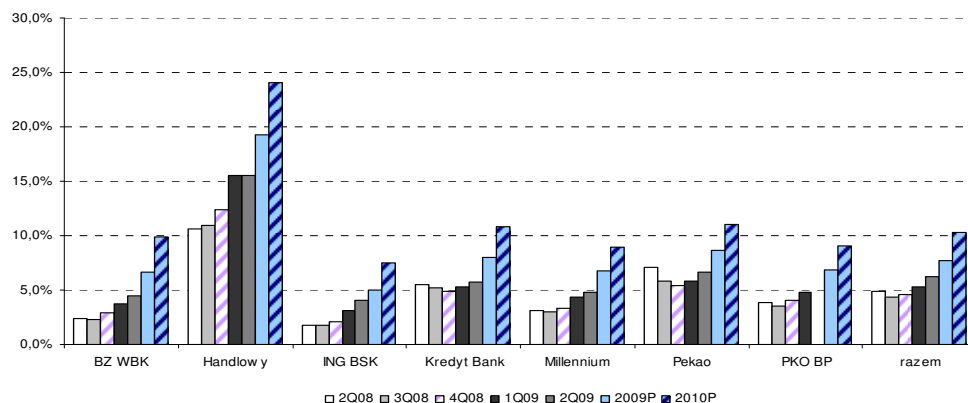
Na końcu stawki mamy kredyty na budowę nieruchomości. Nie znamy dokładnego przeznaczenia tych kredytów, jednak podejrzewamy, że większość z nich została przeznaczona na projekty deweloperskie. Większość banków na skutek kryzysu w największym stopniu ograniczała kredytowanie nieruchomości (inwestycji deweloperów). Jednak podpisane wcześniej umowy kredytowe, o ile deweloper zagwarantował sobie „domknięcie finansowania” projektu, w sytuacji, gdy wyniki przedsprzedaży są coraz niższe, są egzekwowane przez klientów. Dopóki deweloperzy komercyjni i mieszkaniowi nie zakończą inwestycji podejmowanych na „górze” produkcji powierzchni, dopóty będą uruchamiane kolejne środki wynikające z podpisanych umów kredytowych. Należy również oczekiwać wydłużenia do maksimum okresu spłaty takich zobowiązań. We wcześniejszych okresach deweloperzy mogli przed czasem regulować zobowiązania ze względu na wyższą skalę przedsprzedaży.

Należności nieregularne

- Nie zmieniamy naszych prognoz dotyczących wzrostu NPL w sektorze w latach 2009 – 2010. Obniżamy prognozę kosztów ryzyka w bankach ze względu na lepszy portfel zabezpieczeń w bankach w relacji do naszych poprzednich założeń.
- Oczekujemy odpisów na poziomie 1,5% w 2009 i 1,4% w 2010 roku. Niższe koszty ryzyka oddalają ryzyko strat w bankach tj. Millennium czy Kredyt Bank.
- Pozytywne zaskoczenia po stronie rezerw kredytowych w 1H09 stoją za bardziej optymistycznym postrzeganiem przez nas sektora bankowego. Uważamy, że skala odpisów nie zagraża kapitałom własnym banków. Cały sektor traci rentowność przy kosztach ryzyka rzędu 3,7% kredytów netto.
- Ostatnie dane na temat rynku pracy pozwalają na większy optymizm w zakresie kosztów ryzyka kredytowego. Nasza prognoza uwzględnia bezrobocie osiągające maksymalną wartość na poziomie 12,8%.

Oczekujemy, że na koniec 2009 roku w sektorze wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem sięgnie 7,7%. Oznacza to wzrost należności nieregularnych o prawie 90% w 2009 roku. Złoży się na to wzrost należności nieregularnych gospodarstw domowych o 58% R/R, co spowoduje wskaźnik NPL/kredyty brutto gospodarstw domowych do 5,1% oraz przedsiębiorstw aż o 116% R/R i wskaźnika do poziomu 13,8%. W poprzednim raporcie analitycznym zakładaliśmy, że koszty ryzyka sięgną 2,2% w sektorze, co odpowiadało założeniom, że na 70% wolumenów kredytów nieregularnych zostaną utworzone rezerwy. Dane za pierwszą połowę roku wskazują, na lepszą jakość zabezpieczeń w bankach co implikuje niższe odpisy w relacji do rosnących należności nieregularnych.

Wskaźnik Należności nieregularne/Kredyty brutto



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Koszty ryzyka (w relacji do kredytów netto)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P
BZ WBK	-1,1%	-1,1%	-0,9%	-0,4%	-0,2%	0,0%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
Handlowy	-3,3%	-1,4%	0,0%	0,3%	0,2%	0,5%	-1,2%	-3,6%	-2,5%
ING BSK	-2,9%	-3,2%	-1,3%	1,2%	1,5%	0,7%	-0,3%	-2,1%	-1,6%
Kredyt Bank	-4,2%	-9,9%	-1,1%	-0,1%	0,2%	0,2%	-0,5%	-2,0%	-2,0%
Millennium	-3,3%	-1,4%	-0,7%	0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-1,1%	-1,1%
Pekao	-7,1%	-2,1%	-1,3%	-0,9%	-0,9%	-0,5%	-0,4%	-0,8%	-0,8%
PKO BP	-2,1%	-0,8%	-0,4%	-0,4%	0,0%	-0,1%	-1,3%	-1,5%	-1,5%
RAZEM	-3,5%	-2,6%	-0,8%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,8%	-1,5%	-1,4%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Oczekujemy umiarkowanego wzrostu kosztów ryzyka kredytowego w 2H09. Największych wzrostów odpisów oczekujemy w ING BSK. Biorąc pod uwagę naszą prognozę dotyczącą wzrostu NPL oraz skalę w jakiej banki tworzyły rezerwy w stosunku do pojawiających się NPL w sektorze, oczekujemy 1,5% odpisów na ryzyko kredytowe. Największej skali wzrostu odpisów oczekujemy w ING BSK i Pekao. Z kolei w bankach, na których poziom rezerw w 1H09 istotny wpływ miały kontrakty terminowe klientów (Handlowy, Kredyt Bank w 1Q09 i Millennium w 1Q09) oczekujemy spadku kosztu ryzyka. Nasz scenariusz nie zakłada jednak pojawienia się dużych rezerw zagrażających zyskowności banków w 2H09.

Koszty ryzyka (w relacji do kredytów netto)

	1Q07	2Q07	2Q08	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	1H09	2H09P
BZ WBK	0,5%	0,1%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,6%	-3,6%	-1,8%	-1,3%	-1,6%	-1,9%
Handlowy	0,8%	0,9%	-0,3%	0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-2,7%	-4,4%	-5,3%	-4,9%	-3,2%
ING BSK	0,2%	0,8%	1,8%	0,1%	0,0%	1,2%	-0,1%	-1,9%	-1,5%	-1,0%	-1,3%	-2,1%
Kredyt Bank	0,3%	0,8%	0,9%	0,5%	-0,6%	-0,2%	-0,7%	-0,6%	-2,7%	-1,3%	-2,0%	-1,9%
Millennium	-0,9%	-0,4%	-0,3%	0,0%	-0,2%	-0,4%	-0,7%	-0,7%	-1,5%	-0,6%	-1,1%	-1,0%
Pekao	-0,8%	-0,6%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,2%	-0,7%	-0,4%	-0,7%	-0,6%	-1,0%
PKO BP	0,0%	-0,7%	-0,1%	0,4%	-0,1%	-0,7%	-1,1%	-2,9%	-1,4%	-1,4%*	-1,4%*	-1,5%
RAZEM	-0,3%	-0,3%	-0,1%	0,1%	-0,2%	-0,4%	-0,7%	-1,7%	-1,4%	-1,3%	-1,3%	-1,5%

Źródło: DI BRE Banku, banki

* prognoza DI BRE banku

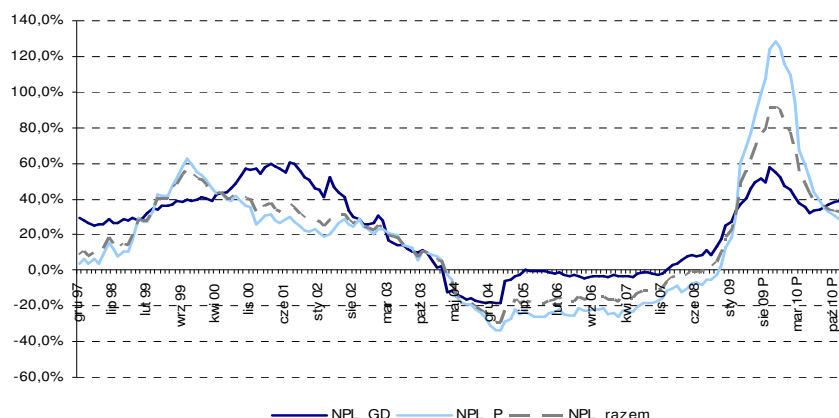
W przyszłym roku banki pozostaną na etapie tworzenia wyższych niż średnie w cyklu rezerw (wynika to z opóźnienia wskaźników jakości portfela w relacji do danych makro). Uważamy, że na koniec 2010 roku wskaźnik należności nieregularnych w sektorze sięgnie nieco ponad 10%, przy czym problem ze spłatą kredytu będzie miało 6,6% gospodarstw domowych i 17,4% przedsiębiorstw. Dynamika wzrostu należności nieregularnych wyraźnie zwolni w przyszłym roku w relacji do tegorocznych odczytów. W poprzednim raporcie oczekiwaliśmy kosztów ryzyka na poziomie 2,3% w 2009 roku i 2% w 2010 roku. Mimo podtrzymania prognozy w zakresie tworzenia się należności nieregularnych, istotnym czynnikiem jest jakość zabezpieczeń w bankach. Spadnie wskaźnik pokrycia należności rezerwami, jednak banki będą w stanie tworzyć niższe rezerwy.

Wskaźnik pokrycia należności nieregularnych rezerwami

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	85,2%	85,1%	64,5%	57,8%	59,2%
Handlowy	83,5%	75,2%	66,0%	60,2%	65,5%
ING BSK	110,5%	99,9%	65,4%	61,4%	64,6%
Kredyt Bank	73,0%	68,7%	63,7%	59,8%	60,4%
Millennium	79,5%	64,3%	49,5%	47,1%	48,7%
Pekao	85,2%	87,2%	67,6%	58,5%	60,8%
PKO BP	86,2%	69,3%	57,9%	57,2%	58,7%
RAZEM	84,8%	77,4%	62,2%	57,5%	59,6%

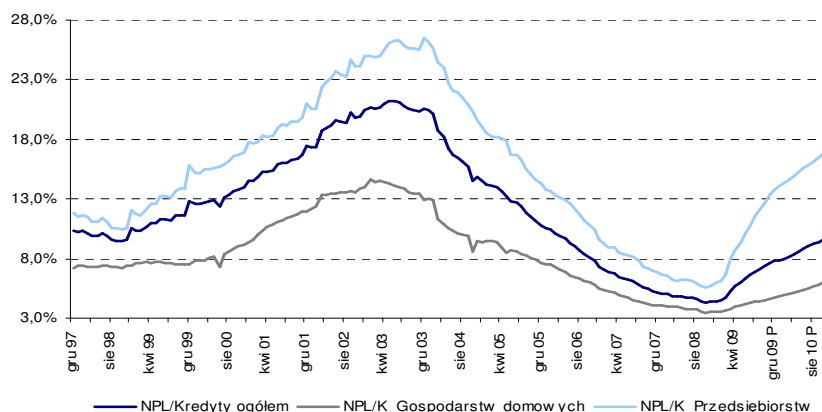
Źródło: DI BRE Banku, banki

Zmiana poziomu należności nieregularnych R/R - prognoza



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Należności nieregularne/Należności ogółem - prognoza



Źródło: DI BRE Banku, NBP

W poprzednim raporcie zakładaliśmy dość dynamiczną ścieżkę wzrostu należności nieregularnych w tym roku (wzrost wskaźnika niespłaconych kredytów z 4,4% do 7,6%, wzrost wolumenu o około 90% R/R), przy bardzo dynamicznym wzroście wskaźnika w obszarze przedsiębiorstw (skok wskaźnika do 12,7%). Scenariusz ten materializuje się. Na koniec czerwca wskaźnik NPL/kredyty ogółem w przedsiębiorstwach wzrósł do poziomu 10,1% z 6% na koniec 2008 roku. Działa tu również efekt bazy, gdyż podczas gdy portfel niespłaconych należności dynamicznie rośnie, a portfel kredytów ogółem nie zmienia się, a w ostatnim miesiącu wykazał spadki m/m. Uważamy, że w drugiej połowie 2009 roku trend spadkowy wolumenu kredytów przedsiębiorstw utrzyma się, co będzie częściowo odpowiedzialne za przyspieszenie wzrostu wskaźnika (efekt malejącej bazy). Realizuje się również nasz scenariusz w zakresie gospodarstw domowych. Wskaźnik rośnie z miesiąca na miesiąc (obecnie na poziomie 4,2%, grudzień'08: 3,5%), jednak skala wzrostu jest zdecydowanie mniejsza. Wynika to zarówno z rosnącej bazy kredytów ogółem (trend przeliczony na trend obserwowany w kredytach przedsiębiorstw), jak i dobrze zachowującego się portfela kredytów hipotecznych (stanowią 53% kredytów gospodarstw domowych).

Jaki poziom rezerw zagraża wynikom w banku?

Tradycyjnie przedstawiamy analizę poziomu kosztów ryzyka, przy których banki konsumują cały wynik operacyjny odpisami na złe kredyty. W związku z rewizją naszych prognoz (lepsze przychody ze względu na wyniki handlowe oraz niższe wydatki na skutek prowadzonych działań restrukturyzacyjnych) tegoroczne wyniki operacyjne banków w znacznie większym stopniu pokrywają ewentualną skalę strat. Średnio wskaźnik ten sięga 3,7%, w przyszłym roku na skutek dalszej poprawy przychodów, 4%. W dalszym ciągu największej skali odpisów może sprostać Bank Handlowy (działalność kredytowa ma relatywnie niższy udział w budowaniu wyników finansowych banku, niski udział kredytów w sumie bilansowej). Uważamy, że taka skala odpisów w bankach nie zostanie osiągnięta, zatem poziom obecnych kapitałów własnych banków jest niezagrażony.

Wynik operacyjny przed rezerwami/ kredyty netto

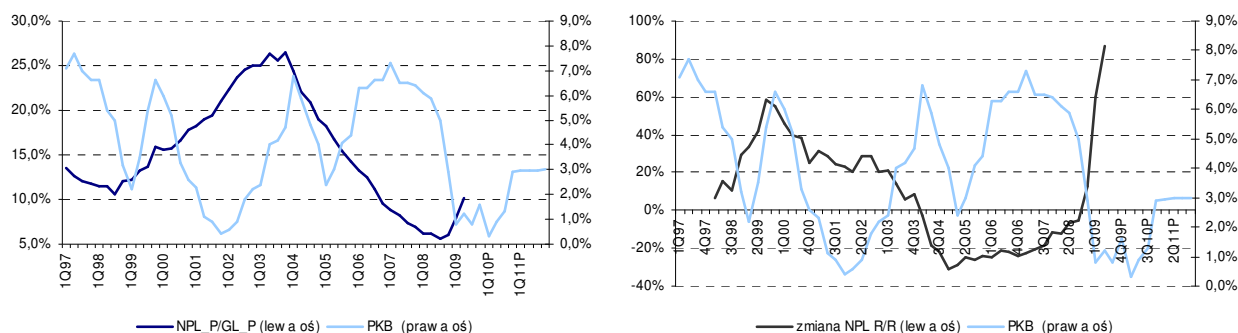
	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	4,9%	5,3%	6,2%	5,8%	4,5%	4,5%	4,4%	4,5%	4,6%
Handlowy	5,0%	8,0%	7,9%	7,9%	6,6%	7,8%	6,7%	6,6%	6,7%
ING BSK	5,9%	5,7%	4,3%	3,9%	2,3%	3,8%	3,6%	3,8%	4,0%
Kredyt Bank	2,2%	2,4%	3,4%	2,8%	2,0%	2,1%	2,2%	2,1%	2,0%
Millennium	5,5%	7,3%	2,7%	3,0%	1,9%	1,2%	2,0%	1,9%	2,0%
Pekao	6,9%	7,1%	5,7%	6,5%	5,5%	4,3%	4,8%	5,2%	5,2%
PKO BP	5,0%	4,9%	4,6%	4,8%	5,0%	3,7%	4,1%	4,4%	4,4%
RAZEM	5,3%	5,7%	5,0%	5,2%	4,4%	3,7%	4,0%	4,2%	4,2%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Przedsiębiorstwa

Poniżej wskazujemy na zależność wzrostu należności nieregularnych przedsiębiorstw w zależności od zmian PKB. Obecnie portfel należności nieregularnych przedsiębiorstw zwiększa się bardzo dynamicznie, jednak w podobnej skali w jakiej hamuje gospodarka. W poprzednim spowolnieniu, którego horyzont czasowy był znacznie wydłużony, w stosunku do wydarzeń obecnie, stabilizacja tempa wzrostu nowych należności nieregularnych nastąpiła dwa kwartały po wyhamowaniu spadku tempa wzrostu PKB (1Q'99 i 3Q'99). Późniejsze spowolnienie nie miało już takiego przełożenia na zmianę poziomu należności nieregularnych. Banki zrewidowały swoją politykę kredytową ograniczając podaż kredytów i wyżej wyceniając ryzyko w analizie kredytowej. Podobnej sytuacji oczekujemy tym razem, choć skala wzrostu nie będzie tak wysoka (znacznie bardziej zaawansowany i sformalizowany proces analizy kredytowej, szybsza reakcja banków, lepszy portfel zabezpieczeń). Oczekujemy szczytu tempa wzrostu portfela należności nieregularnych przedsiębiorstw na przełomie 3Q09 i 4Q09. Mimo stabilizacji dynamiki wskaźnik należności nieregularnych do kredytów ogółem segmentu będzie w dalszym ciągu rósł. Uważamy, że wskaźnik ten osiągnie swój szczyt w końcu 2010 roku.

Należności nieregularne przedsiębiorstw na tle PKB



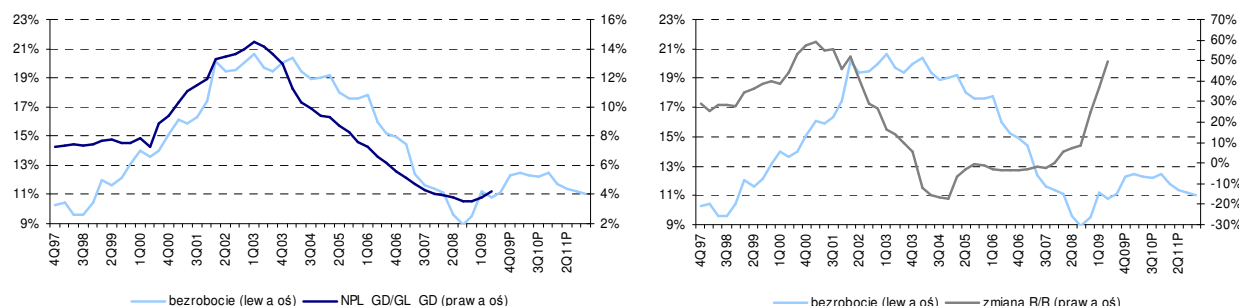
Źródło: DI BRE Banku, BRE Bank, NBP, Bloomberg

Gospodarstwa domowe

Obecne oczekiwania zakładają, że najwyższy poziom bezrobocia to 12,8% i zostanie osiągnięty w 1Q10, stabilizując się w 2010 roku na zbliżonym poziomie. Oczekujemy spadku poziomu bezrobocia do 11% do końca 2011 roku. Oczekujemy szczytu należności nieregularnych gospodarstw domowych w 2010 roku. Za zdecydowanie mniej dynamicznym wzrostem poziomu bezrobocia w tym roku idzie również spokojny wzrost należności nieregularnych gospodarstw domowych. Uważamy, że największe koszty ryzyka z tytułu ekspozycji na segment detaliczny banki wykażą w przyszłym roku. Obecne, bardzo dynamiczne zmiany portfela należności nieregularnych gospodarstw domowych wynikają z niskiej bazy odniesienia. Wskaźnik NPL/kredyty ogółem również wskazuje bardzo niskie ryzyko niespłacenia przez gospodarstwa swoich należności. Uważamy, że wskaźnik należności nieregularnych wśród gospodarstw domowych pozostanie jednocyfrowy.

W poprzednim cyklu gospodarczym wskaźnik bezrobocia praktycznie się podwoił. Obecnie oczekiwany jest wzrost o 1/3. Oczekujemy około 6,5% wskaźnika należności nieregularnych w gospodarstwach domowych w szczycie.

Należności nieregularne gospodarstw domowych na tle bezrobocia



Źródło: DI BRE Banku, BRE Bank, NBP, Bloomberg

Wycena porównawcza

Średni wskaźnik P/BV'09 sięga 1,6. Banki dyskontują w ten sposób potencjalne ROE na poziomie 15% (zakładając konserwatywnie koszt kapitału na poziomie 11% i stopę wzrostu 4%). Uważamy, że taki poziom nie odzwierciedla potencjału poprawy wyników w kolejnych latach. Nasze długoterminowe prognozy zakładają CAGR'18/08 na poziomie 7%. Przy takiej stopie wzrostu uzasadnione ROE to 13%. Długoterminowe ROE wynikające z prognozy dla banków to 15,3%. Uważamy, że przy realizacji perspektyw wzrostu zakładanych przez nas, obecne wyceny banków wskazują na potencjał wzrostu. Przy ROE na poziomie 15,3% i stopie wzrostu w ciągu kolejnych 10 lat na poziomie 7% uzasadniony wskaźnik P/BV dla sektora to 2. W zależności od potencjalnego ROE jakie osiągnie bank, daje to inny poziom wyceny.

Zestawienie wskaźników

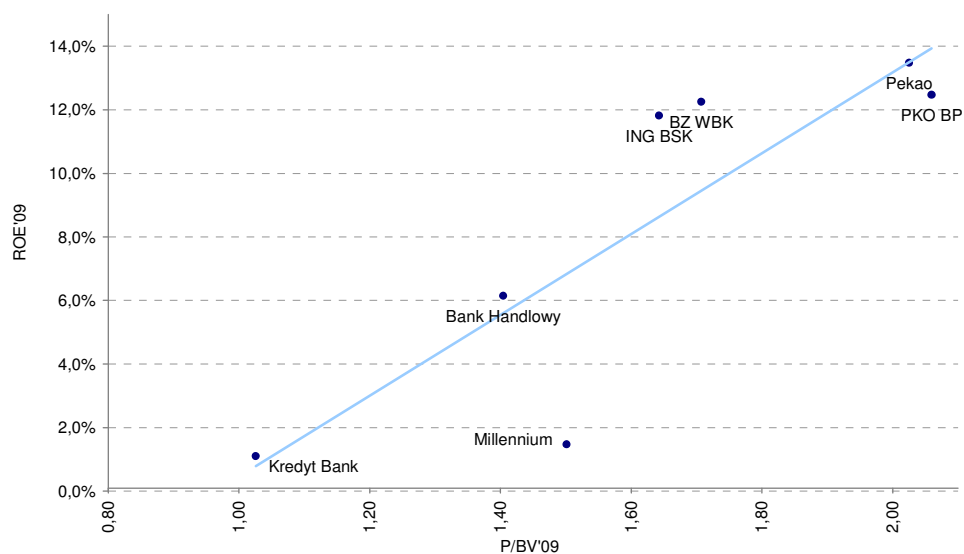
	P/BV			P/E			PBV/ROE		
	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	1,7	1,5	1,3	14,8	13,1	8,2	13,9	12,3	7,6
dyskonto/premia do mediany	3,9%	2,2%	0,0%	-32,1%	-26,7%	-12,8%	-25,4%	-28,2%	-14,0%
dyskonto/premia do średniej	2,7%	-2,2%	-6,5%	-63,9%	-24,9%	-16,2%	-65,1%	-26,9%	-18,1%
B. Handlowy	1,4	1,4	1,3	23,5	20,4	12,2	22,8	20,1	11,8
dyskonto/premia do mediany	-14,5%	-7,5%	0,6%	8,1%	14,3%	29,1%	22,4%	17,3%	33,7%
dyskonto/premia do średniej	-15,5%	-11,5%	-6,0%	-42,6%	17,1%	24,0%	-42,7%	19,4%	27,4%
ING BSK	1,6	1,5	1,3	14,7	14,7	9,2	13,9	14,0	8,5
dyskonto/premia do mediany	0,0%	0,0%	-0,3%	-32,4%	-17,7%	-2,9%	-25,5%	-18,7%	-3,5%
dyskonto/premia do średniej	-1,2%	-4,3%	-6,8%	-64,1%	-15,6%	-6,7%	-65,2%	-17,2%	-8,0%
Kredyt Bank	1,0	1,0	0,9	93,3	23,6	7,3	92,8	23,2	6,9
dyskonto/premia do mediany	-37,6%	-33,5%	-32,1%	328,4%	32,4%	-22,3%	397,1%	34,9%	-21,9%
dyskonto/premia do średniej	-38,3%	-36,3%	-36,5%	127,6%	35,7%	-25,3%	132,7%	37,3%	-25,5%
Millennium	1,5	1,4	1,2	102,8	17,9	9,5	102,0	17,2	8,8
dyskonto/premia do mediany	-8,6%	-6,3%	-5,4%	371,9%	0,0%	0,0%	446,7%	0,0%	0,0%
dyskonto/premia do średniej	-9,7%	-10,3%	-11,6%	150,7%	2,5%	-3,9%	155,8%	1,8%	-4,7%
Pekao	2,0	1,9	1,7	16,0	13,9	11,0	15,0	13,4	10,5
dyskonto/premia do mediany	23,3%	26,7%	32,9%	-26,3%	-22,0%	16,3%	-19,5%	-22,0%	18,5%
dyskonto/premia do średniej	21,8%	21,2%	24,2%	-60,9%	-20,1%	11,8%	-62,3%	-20,6%	12,9%
PKO BP	2,3	2,2	2,0	21,8	18,3	11,4	18,7	17,9	10,8
dyskonto/premia do mediany	41,7%	50,0%	53,3%	0,0%	2,7%	21,1%	0,0%	4,3%	21,8%
dyskonto/premia do średniej	40,1%	43,5%	43,2%	-46,9%	5,3%	16,4%	-53,2%	6,2%	16,1%
mediana	1,6	1,5	1,3	21,8	17,9	9,5	18,7	17,2	8,8
średnia	1,7	1,5	1,4	41,0	17,4	9,8	39,9	16,9	9,3

Najbardziej niedowartościowanymi walorami są akcje Kredyt Banku. Taki poziom wyceny byłby uzasadniony tylko w świetle powrotu problemów z płynnością na rynkach. W świetle umacniającej się złotówki i poprawy wskaźników makroekonomicznych nie tylko w Polsce, ale również na całym świecie nie zakładamy takiego scenariusza.

	P/BV			P/E			ROE		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
OTP	1,1	1,0	0,9	5,2	10,1	8,4	25,1%	10,9%	11,3%
Komerční	2,4	2,1	2,0	10,2	13,4	13,1	24,5%	17,0%	16,6%

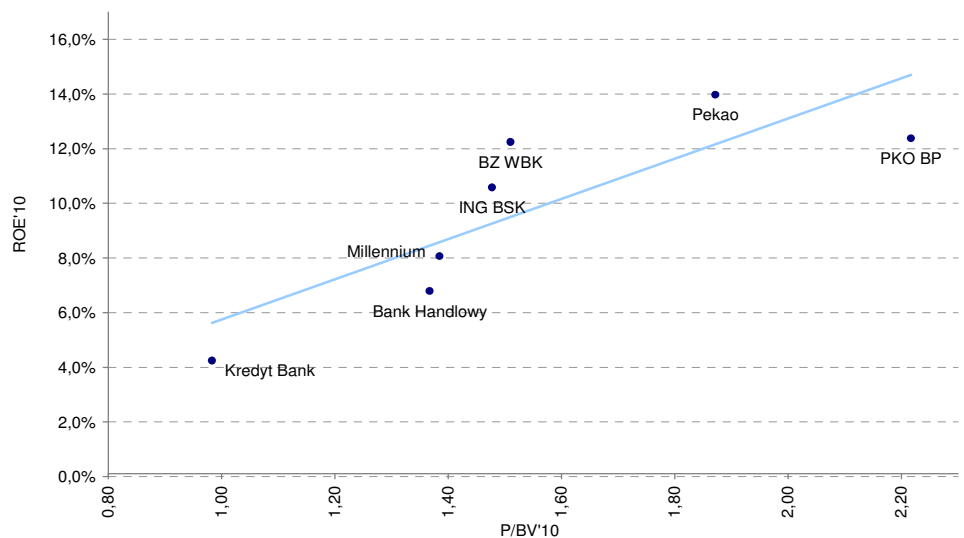
Zestawienie wskaźników wyceny największych banków z regionu (OTP, Komerční Banka) naszym zdaniem nie wskazuje na przewartościowanie walorów polskich banków. OTP wyceniany jest przy P/BV na poziomie 1,0, jednak pod uwagę wziąć należy poziom kosztu kapitału własnego w gospodarce węgierskiej oraz fakt, że OTP prowadzi operacje na bardziej ryzykownych rynkach zagranicznych. ROE rekompensujące ryzyko powinno być wyższe aby wskaźnik P/BV był uzasadniony. Z kolei Komerční Banka wyceniana jest powyżej wyceny polskich banków. Jest to uzasadnione wyższym notowanym ROE przy jednocześnie środowisku niższych stóp procentowych. Komerční można jednak porównać tylko z największymi polskimi bankami (Pekao, PKO BP i BZ WBK). Na tym tle najatrakcyjniejsze wydaje się BZ WBK. Analiza wskaźników P/E (utrudniona ze względu na spadek wyników w ostatnim okresie wskazuje, że najatrakcyjniejszą inwestycją są walory ING BSK, który mimo znacznie mniejszej skali działania na rynku polskim niż Komerční na rynku czeskim posiada niższe bieżące wskaźniki P/E.

ROE'09 vs. P/BV'09



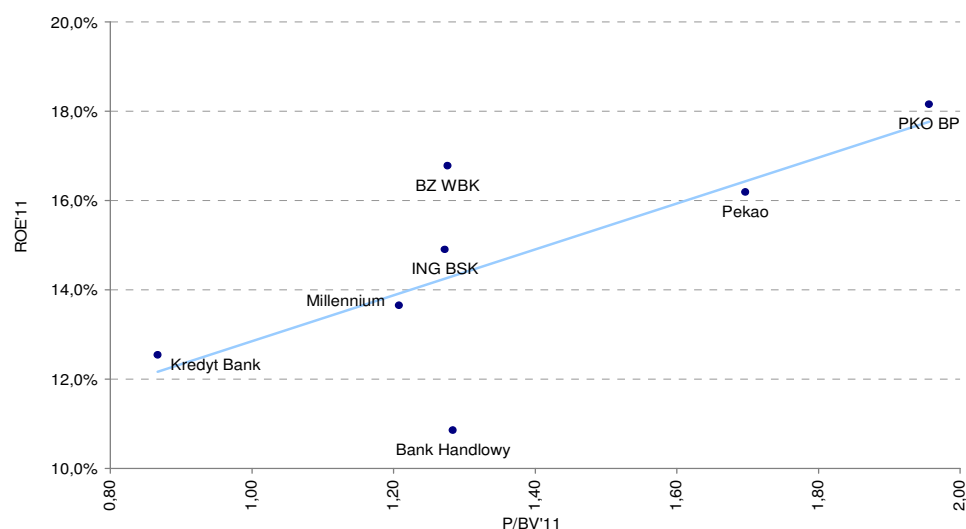
Źródło: DI BRE Banku

ROE'10 vs. P/BV'10



Źródło: DI BRE Banku

ROE'11 vs. P/BV'11



Źródło: DI BRE Banku

Wycena dochodowa

Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), kosztu kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny w relacji do poprzedniego raportu. Przesuwamy o rok zasięg naszej długoterminowej prognozy do 2018 roku. Jako długoterminowe ROE bierzemy prognozę z 2018 roku. Stopa wypłaty z zysków netto w ostatnich dwóch latach prognozy odzwierciedla potencjał do wypłaty dywidendy wynikający z generowanej rentowności. Poziom zatrzymania kapitału niezbędny do utrzymania długoterminowej stopy wzrostu g wyznaczamy ze wzoru: stopa wypłaty = $1 - g / ROE$.

Dywidendy (ceny 21.08.09)

	cena	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
BZ WBK	131,0	22,9%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%	72,1%	71,6%
DPS		3,00	0,00	0,00	0,00	3,97	5,36	6,94	8,67	10,49	12,37	18,73	19,40
DY		2,29%	0,00%	0,00%	0,00%	3,03%	4,09%	5,30%	6,62%	8,01%	9,44%	14,30%	14,81%
Handlowy	64,3	75,3%	0,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	68,5%	69,2%
DPS		4,75	0,00	1,91	2,21	3,69	3,76	4,16	4,70	5,15	5,50	5,48	5,91
DY		7,39%	0,00%	2,97%	3,43%	5,74%	5,85%	6,47%	7,31%	8,01%	8,55%	8,53%	9,20%
ING BSK	600,0	24,1%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%	71,7%	70,9%
DPS		11,70	0,00	0,00	0,00	16,35	22,33	29,26	36,89	44,79	52,79	79,62	82,47
DY		1,95%	0,00%	0,00%	0,00%	2,73%	3,72%	4,88%	6,15%	7,47%	8,80%	13,27%	13,74%
Kredyt Bank	10,1	36,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	40,0%	65,5%	65,5%
DPS		0,52	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	0,51	0,65	0,80	0,85	1,45	1,51
DY		5,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,52%	5,01%	6,43%	7,91%	8,37%	14,36%	14,99%
Millennium	5,1	35,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	69,3%	68,7%
DPS		0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	0,24	0,27	0,29	0,31	0,66	0,68
DY		3,76%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,23%	4,81%	5,36%	5,84%	6,23%	13,03%	13,51%
Pekao	141,0	70,9%	0,0%	50,0%	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	75,0%	75,0%	76,3%	76,2%
DPS		9,60	0,00	4,39	5,06	7,05	8,49	10,23	11,93	13,51	14,29	15,28	15,96
DY		6,81%	0,00%	3,12%	3,59%	5,00%	6,02%	7,26%	8,46%	9,58%	10,14%	10,84%	11,32%
PKO BP	35,0	37,5%	48,1%	71,8%	50,0%	50,0%	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	75,8%	75,7%
DPS		1,09	1,50	1,15	0,95	1,53	1,69	2,03	2,39	2,75	3,11	3,50	3,66
DY		3,12%	4,29%	3,30%	2,73%	4,37%	4,83%	5,80%	6,82%	7,85%	8,88%	10,01%	10,47%

Źródło: DI BRE Banku

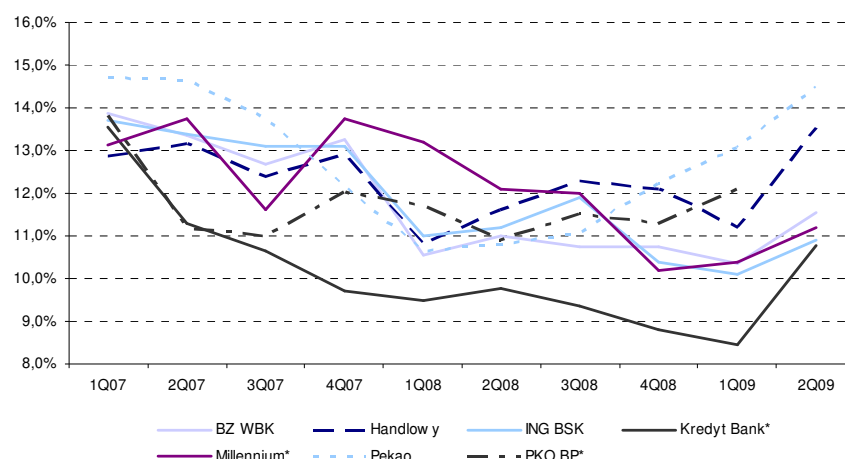
W związku z decyzją o wypłacie dywidendy za 2008 rok (1 PLN/akcję) w PKO BP oraz planami wypłaty dywidendy zaliczkowej z zysków za 2009 rok po emisji (zakładamy dodatkowe 0,5 PLN/akcję), tylko PKO BP w tym roku będzie wypłacał dywidendy. Uchwalonym przez ZWZA dniem ustalenia prawa do dywidendy z zysków za 2008 rok jest 24 września (wypłata 5 października br.). Po emisji (dzień prawa poboru ma zostać zmieniony decyzją NWZA zaplanowanego na 31 sierpnia br. na 6 października), planowana jest wypłata dywidendy zaliczkowej za 2009 rok. Zakładamy 0,5 PLN/akcję. W przyszłym roku zakładamy wypłatę 1,5 mld PLN z zysków za 2009 rok (1,15 PLN/akcję po rozwodnieniu o 300 mln akcji). Łącznie z dywidendą zaliczkową wypłaconą jeszcze w 2009 roku da to wypłatę rzędu 2 mld PLN, czyli 80% tegorocznych zysków.

Uważamy, że obok PKO BP bankami, które w przyszłym roku mogą wypłacić dywidendę bez szkody dla potencjału dla dalszego rozwoju są: Bank Handlowy i Pekao. Jednak wypłata z obniżonych w relacji do poprzednich lat wypłat nie daje stopy dywidendy brutto porównywalnej do rentowności obligacji.

Koszt kapitału własnego

Zmieniamy nasze założenia w zakresie ustalania poziomu kosztu kapitałów własnych. W okresie wstrząsów na globalnych rynkach finansowych różnicowaliśmy beta w bankach, biorąc pod uwagę płynność i bazę kapitałową w bankach. Obecnie dla wszystkich banków stosujemy beta na poziomie 1. Uważamy, że poprawa na rynkach międzybankowych, umocnienie złotówki, kroki inwestorów strategicznych (Kredyt Bank otrzymał pożyczkę podporządkowaną), oddalające się ryzyko strat w bankach i coraz większe prawdopodobieństwo uplasowania emisji na rynkach kapitałowych (choć prawdopodobieństwo takiej konieczności istotnie się oddaliło) istotnie eliminują ryzyka dla kapitałów własnych banków giełdowych.

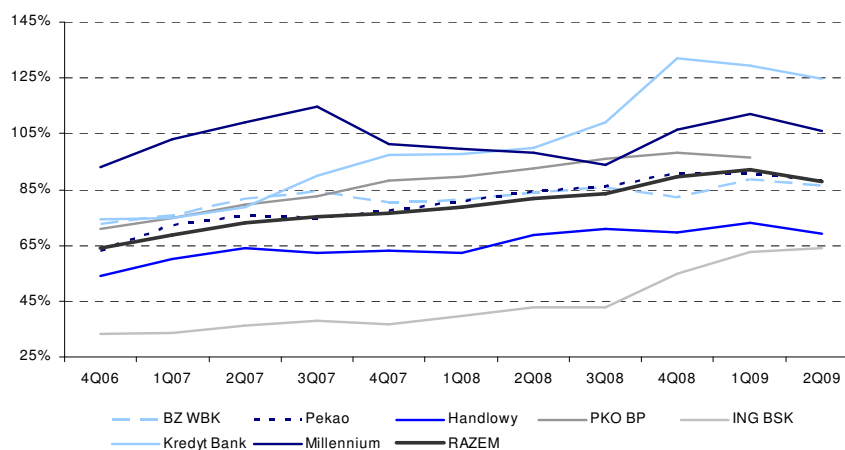
Skonsolidowany współczynnik wypłacalności



Źródło: DI BRE Banku, banki

* banki posiadające w funduszach finansowanie poza Tier I

Kredyty/depozyty



Źródło: DI BRE Banku, banki

Wyznaczamy stopę wolną od ryzyka na poziomie rentowności obligacji dziesięcioletnich (6,106%), a premię za ryzyko na poziomie 5%. Podtrzymujemy długoterminową stopę wzrostu „g” na poziomie 4%.

Podsumowanie kosztu kapitałów własnych

	LT ROE	rfr	premia za ryzyko	Beta	Koszt kapitału własnego
BZ WBK	14,1%	6,11%	5%	1	11,11%
Handlowy	13,0%	6,11%	5%	1	11,11%
ING BSK	13,6%	6,11%	5%	1	11,11%
Kredyt Bank	11,4%	6,11%	5%	1	11,11%
Millennium	12,8%	6,13%	5%	1	11,13%
Pekao	16,8%	6,11%	5%	1	11,11%
PKO BP	16,5%	6,11%	5%	1	11,11%

Źródło: DI BRE Banku

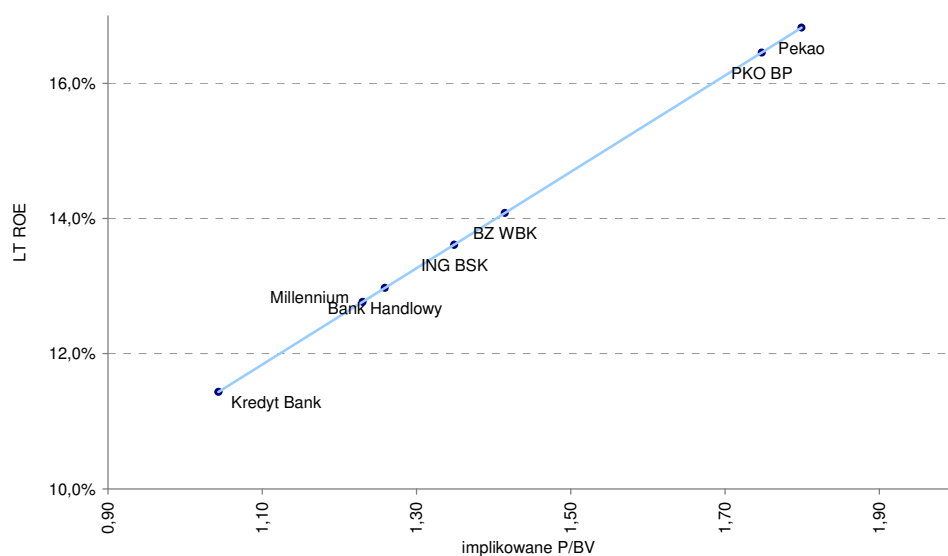
Podsumowanie wyceny metodą dochodową

Podsumowanie wycen metodą dochodową (PLN/akcję)

	bieżąca cena	długoterminowe ROE	implikowane P/BV	WG VIII.09	9MTP	potencjał zmiany	Rekomendacja
BZ WBK	131,0	14,1%	1,4	140,5	152,1	16,1%	Kupuj
Handlowy	64,3	13,0%	1,3	54,9	59,5	-7,5%	Redukuj
ING BSK	600,0	13,6%	1,4	613,2	663,6	10,6%	Akumuluj
Kredyt Bank	10,1	11,4%	1,0	10,9	11,8	16,5%	Kupuj
Millennium	5,1	12,8%	1,2	4,90	5,30	5,0%	Trzymaj
Pekao	141,0	16,8%	1,8	142,7	154,4	9,5%	Akumuluj
PKO BP	34,99	16,5%	1,8	32,9	35,6	1,8%	Trzymaj

Źródło: DI BRE Banku

LT ROE vs. implikowane P/BV



Źródło: DI BRE Banku



24 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	131,0 PLN
Cena docelowa	152,1 PLN
Kapitalizacja	9,6 mld PLN
Free float	2,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	27,79 mln PLN

Struktura akcjonariatu

AIB	70,5%
Pozostali	29,5%

Profil spółki

BZ WBK należy do grona największych banków w Polsce. Pod względem wielkości aktywów plasuje się na 5. pozycji. Jest to bank uniwersalny, kierujący swoją ofertą do klientów detalicznych i korporacyjnych. W czołówce bankowej wyróżnia go to, iż jest on jednym z najlepiej zarządzanych banków. Osiągnięcia ostatnich dwóch lat uplasowały go wśród liderów pod względem efektywności funkcjonowania i dynamiki zysków.

BZ WBK

BZWB.WA; BZW.PW

Kupuj

(Podwyższona)

Top pick z WIG 20

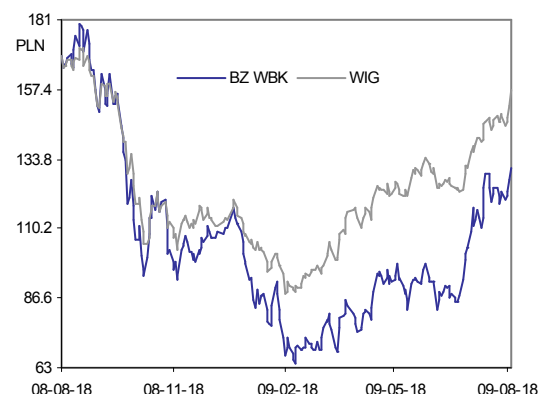
Wyniki 1H09 (377 mln PLN zysku netto) dały silny start w okres spowolnienia. Scenariusze tworzenia wysokich rezerw w związku z ekspozycją na segment nieruchomości wydają się zbyt konserwatywne. Argumentem dla tego jest poprawa sentymentu na rynku nieruchomości (nieco bardziej optymistyczne założenia w zakresie podaży kredytów hipotecznych, stabilna sytuacja makroekonomiczna i coraz mocniejszy złoty wspierające sytuację w powierzchniach komercyjnych). Dzięki zdywersyfikowanym źródłom przychodów, wynik operacyjny przed rezerwami ciągle pozostaje mocną stroną banku. Podwyższamy nasze długoterminowe prognozy dla BZ WBK oczekując lepszej koniunktury na rynkach kapitałowych i poprawy marży odsetkowej. Nasza obecna cena docelowa daje wycenę na poziomie 2 wartości księgowej prognozowanej na koniec 2009 roku. Bank jest obecnie wyceniany z dyskontem 16% do Pekao i PKO BP. Prognozujemy CAGR'18/08 na poziomie niespełna 9%. Przy takiej stopie wzrostu i bieżącym koszcie kapitału (11%) uzasadnieniem takiej wyceny byłoby ROE na poziomie 13,2%. Ten poziom zostanie zawiązką przekroczony w 2011 roku. Spośród pokrywanych przez nas banków wchodzących w WIG 20 postrzegamy BZ WBK jako najatrakcyjniejszą inwestycję. Wyznaczamy cenę docelową na 152,1 PLN/akcję w horyzoncie 9 miesięcy i zalecamy ich kupno.

Źródło wzrostu przychodów

W przyszłym roku BZ WBK skorzysta na poprawie koniunktury na rynkach kapitałowych. Wsparciem dla przychodów będzie wynik prowizyjny. Schyłek wojny depozytowej, coraz wyższe marże kredytowe i coraz silniejsze sygnały przemawiające za szansą na odbicie w globalnej gospodarce pozwalają z większym optymizmem postrzegać perspektywę wzrostu wyniku odsetkowego w długim terminie. Niższe ceny depozytów, poprawa sytuacji płynnościowej na rynku międzybankowym, pozwolą na wyhamowanie spadku wyniku odsetkowego w najbliższych dwóch kwartałach. Jednak w przyszłym roku, na skutek niższych średnich rynkowych stóp procentowych i jednocześnie słabszych wolumenach kredytów (skutek wyższej wyceny ryzyka w tym roku i spadku popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw), wynik odsetkowy nie poprawi się istotnie. Kolejne lata przyniosą mocniejsze ożywienie i dwucyfrowy wzrost wyniku odsetkowego.

Poprawa ROA

Bank zrealizuje w tym roku ROA na poziomie 1,1% (po 1H09 1,3%). Biorąc pod uwagę perspektywę poprawy rentowności do 1,9% - 2%, bank jest w stanie poprawić wyniki do poziomu 1 mld PLN na obecnej bazie aktywów. Taki wynik daje P/E na poziomie 8,2. Nasza cena docelowa wycenia „potencjalne zyski” na 10,5. Uważamy, że taki poziom wyników może zostać zrealizowany w horyzoncie dwóch lat.

Kurs akcji BZ WBK na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 287	1 635	1 449	1 500	1 672
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%	2,5%	2,6%	2,7%
WNDB	2 941	3 190	3 096	3 167	3 431
Zysk operacyjny*	1 395	1 576	1 489	1 519	1 710
Zysk brutto	1 391	1 211	867	986	1 525
Zysk netto	955	855	647	731	1 160
ROE	23,0%	18,4%	12,3%	12,2%	16,8%
P/E	10,0	11,2	14,8	13,1	8,2
P/BV	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3
DPS**	3,0	0,0	0,0	0,0	4,0
Stopa dywidendy	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT BZ WBK

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 287	1 635	1 449	1 500	1 672	1 840
Przychody pozaodsetkowe	1 654	1 555	1 647	1 666	1 759	1 852
Wynik z prowizji	1 545	1 390	1 345	1 461	1 555	1 635
Wynik handlowy	109	165	303	205	204	217
Wynik na działalności bankowej	2 941	3 190	3 096	3 167	3 431	3 692
Inne przychody operacyjne netto	14	40	24	24	24	24
Przychody bankowe ogółem	2 955	3 230	3 121	3 191	3 455	3 716
Koszty nieodsetkowe	-1 559	-1 655	-1 632	-1 672	-1 746	-1 809
Koszty osobowe	-843	-896	-862	-883	-931	-969
Amortyzacja	-135	-107	-123	-123	-123	-123
Inne koszty	-582	-651	-646	-666	-691	-716
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	1 395	1 576	1 489	1 519	1 710	1 908
Saldo rezerw	-4	-365	-622	-532	-185	-200
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	-1	-3	-3	-3	-3
Zysk brutto	1 391	1 211	867	986	1 525	1 708
Podatek dochodowy	-281	-256	-164	-187	-289	-324
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-156	-99	-53	-66	-73	-78
Zysk netto	955	855	647	731	1 160	1 303
Dywidendy wypłacone	219	0	0	0	290	391

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,5%	3,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,7%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,7%	3,6%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Spread odsetkowy	3,4%	3,2%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%
Koszty / Przychody	52,8%	51,2%	52,3%	52,4%	50,5%	48,7%
Koszty / Aktywa	4,2%	3,3%	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%
Koszty osobowe / Przychody	28,5%	27,7%	27,6%	27,7%	27,0%	26,1%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-0,3%	-23,1%	-41,8%	-35,0%	-10,8%	-10,5%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,0%	-1,2%	-1,8%	-1,6%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	56,5%	49,4%	53,6%	53,0%	51,6%	50,5%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,8%	3,2%	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%
ROE	23,0%	18,4%	12,3%	12,2%	16,8%	16,3%
ROA	2,6%	1,7%	1,1%	1,3%	1,9%	1,9%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	26%	-10%	-24%	13%	59%	12%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	29%	13%	-6%	2%	13%	12%
Przychody bankowe ogółem	24%	9%	-3%	2%	8%	8%
Przychody odsetkowe netto	25%	27%	-11%	4%	11%	10%
Przychody nieodsetkowe netto	24%	-4%	5%	1%	5%	5%
Koszty nieodsetkowe	21%	6%	-1%	2%	4%	4%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 206	3 178	3 371	5 961	7 876	9 095
Należności od sektora finansowego	2 577	1 365	3 746	6 623	8 751	10 105
Dłużne papiery wartościowe	10 050	13 132	10 073	9 473	9 344	9 445
Kredyty i pożyczki	23 950	35 137	33 576	33 832	35 937	39 356
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 027	3 057	3 362	1 184	1 258	1 377
Aktywa trwałe	659	811	787	763	741	718
Inne aktywa	864	1 158	1 216	1 226	1 302	1 426
Razem aktywa	41 332	57 838	56 133	59 062	65 207	71 522
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 484	5 338	3 394	2 271	2 487	2 715
Depozyty	29 766	42 811	42 430	45 425	49 730	54 308
Wyemitowane papiery wartościowe	353	154	153	163	179	195
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 153	4 343	4 305	4 608	5 045	5 510
Kapitały własne	4 342	4 952	5 599	6 329	7 489	8 502
Kapitał zakładowy	730	730	730	730	730	730
Razem pasywa	41 332	57 838	56 133	59 062	65 207	71 522

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	2,8%	2,9%	6,7%	9,9%	9,9%	9,9%
Kredyty nieregularne / Aktywa	1,7%	1,8%	4,2%	6,0%	5,8%	5,8%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	85,2%	85,1%	64,5%	57,8%	59,2%	58,9%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,4%	2,5%	4,3%	5,7%	5,8%	5,8%
Rezerwy / Aktywa	1,4%	1,5%	2,7%	3,5%	3,4%	3,4%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	10,5%	8,6%	10,0%	10,7%	11,5%	11,9%
Kredyty / Aktywa	57,9%	60,8%	59,8%	57,3%	55,1%	55,0%
Depozyty / Aktywa	72,0%	74,0%	75,6%	76,9%	76,3%	75,9%
Kredyty / Depozyty	80,5%	82,1%	79,1%	74,5%	72,3%	72,5%
Stopa wzrostu kredytów	35,9%	46,7%	-4,4%	0,8%	6,2%	9,5%
Stopa wzrostu depozytów	22,9%	43,8%	-0,9%	7,1%	9,5%	9,2%
Stopa wzrostu aktywów	25,3%	39,9%	-2,9%	5,2%	10,4%	9,7%



24 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	64,30 PLN
Cena docelowa	59,50 PLN
Kapitalizacja	8,4 mld PLN
Free float	2,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	6,39 mln PLN

Struktura akcjonariatu

COIC	75%
Pozostali	25%

Profil spółki

Bank Handlowy jest siódmym pod względem wielkości aktywów i kapitałów własnych bankiem uniwersalnym notowanym na GPW w Warszawie. Struktura portfela kredytowego i depozytowego Banku Handlowego jednoznacznie wskazuje na znaczącą rolę segmentu korporacyjnego w generowaniu wyników operacyjnych. Obecnie widać intensywne starania rozwoju sieci detalicznej oraz poprawy efektywności działania tego segmentu.

Handlowy Redukuj

BAHA.WA; BHW.PW

(Podwyższona)

Pytanie o dywidendę

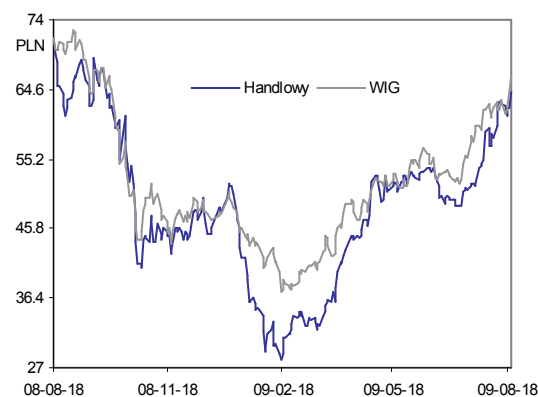
Prognozujemy 357 mln PLN zysku netto w 2009 roku (poprzednia prognoza 327 mln PLN). Korekta wynika z rewizji prognozy przychodów (w górę z 2,3 mld PLN do 2,4 mld PLN) na fali lepszych wyników odsetkowych, wyniku handlowego i jednocześnie podwyższenia oczekiwań w zakresie kosztów ryzyka (odpisy na poziomie 546 mln PLN vs. 483 mln PLN poprzednio). Podwyższamy nasze długoterminowe prognozy (po 2011 roku, ze względu na dyskontowanie poprawy otoczenia makroekonomicznego oraz dobrego pozycjonowania banku na rynku (płynny bilans, dobre zabezpieczenie w kapitał) Największym potencjałem wzrostu kursu akcji Banku Handlowego byłaby wypłata dużej dywidendy na rzecz akcjonariuszy. Przy współczynniku wypłacalności na poziomie 13,5% (Tier I), cały czas optymalizowanej ekspozycji na aktywa ważone ryzykiem, baza kapitałowa jaką dysponuje bank jest zbyt duża. Zwrot z takiej bazy kapitałowej jaki jest w stanie zrealizować bank został zdyskontowany przy wycenie P/TCE (kapitał po korekcie o wartość firmy)⁰⁹ na poziomie 1,8. Wyznaczamy naszą cenę docelową na 59,5 PLN/akcję i zalecamy ich redukowanie. Atrakcyjniejszą inwestycją są akcje ING BSK, wycenianego przy 1,6 x TCE⁰⁹. Oba banki dysponują płynnością i odpowiednią bazą kapitałową. Jednocześnie ING BSK w tym roku wykaże naszym zdaniem znacznie wyższy wynik netto (530 mln PLN) mając niższą kapitalizację.

Koszty ryzyka biją w wyniki

Kolejny kwartał z rzędu bank wykazuje koszty ryzyka istotnie przekraczające średnie w sektorze. W 2Q09 odpisał aż 181 mln PLN (z czego 67,5 mln PLN stanowiły rezerwy na kontrakty terminowe klientów). Od początku roku rezerwy wyniosły już 333 mln PLN (z czego 124,3 mln PLN to rezerwy na zapadłe klientowskie kontrakty terminowe). W 2Q09 na poziom salda rezerw (113 mln PLN po wyłączeniu pochodnych) wpływ miały przede wszystkim wzrost rezerw w segmencie detalicznym oraz rewizja IBNR odzwierciedlająca gorsze wskaźniki makroekonomiczne (zdarzenie niekontynuowane). Podnieśliśmy prognozę rezerw na ten rok, jednak oczekujemy spadku kwartalnych odpisów w 2H09 (brak opcji).

Dywidenda

Bank nie wypłacił dywidendy z zysków za 2008 rok. Jednocześnie jest w procesie optymalizacji poziomu aktywów ważonych ryzykiem. Podnosimy założenia w zakresie wypłaty dywidendy w kolejnych latach w relacji do poprzedniego raportu do 70% (poprzednio rosnąca stopa od 50% w 2009 do 70% w 2017 roku). Naszym zdaniem bank jest w stanie wypłacić dywidendę przekraczającą nawet zyski tego roku, jednak ze względu na procedurę w KNF nie zakładamy takiego scenariusza w modelu. Prognozowany na 2009 rok zysk na poziomie 357 mln PLN daje jednocześnie potencjał do niższej stopy dywidendy niż w poprzednich latach.

Kurs akcji Banku Handlowego na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 204	1 366	1 538	1 493	1 548
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%	3,7%	3,7%	3,7%
WNDB	2 447	2 313	2 390	2 307	2 405
Zysk operacyjny*	990	910	1 006	893	930
Zysk brutto	1 034	759	460	515	861
Zysk netto	824	600	357	412	689
ROE	15,0%	10,7%	6,1%	6,8%	10,9%
P/E	10,2	14,0	23,5	20,4	12,2
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
DPS**	4,75	0,00	1,91	2,21	3,69
Stopa dywidendy	7,4%	0,0%	3,0%	3,4%	5,7%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym,

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Banku Handlowego

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 204	1 366	1 538	1 493	1 548	1 582
Przychody pozaodsetkowe	1 243	947	852	814	858	896
Wynik z prowizji	737	619	526	560	599	635
Wynik handlowy	506	328	325	254	259	261
Wynik na działalności bankowej	2 447	2 313	2 390	2 307	2 405	2 477
Inne przychody operacyjne netto	66	93	68	68	68	68
Przychody bankowe ogółem	2 513	2 405	2 458	2 374	2 473	2 545
Koszty nieodsetkowe	-1 523	-1 496	-1 451	-1 481	-1 543	-1 593
Koszty osobowe	-704	-697	-679	-693	-735	-764
Amortyzacja	-109	-97	-87	-86	-89	-90
Inne koszty	-709	-702	-686	-702	-720	-739
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	990	910	1 006	893	930	952
Saldo rezerw	53	-153	-546	-378	-69	-74
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	-9	3	0	0	0	0
Zysk brutto	1 034	759	460	515	861	878
Podatek dochodowy	-210	-159	-104	-103	-172	-176
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	824	600	357	412	689	702
Dywidendy wypłacone	621	0	250	288	482	491

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,2%	3,4%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,9%	4,2%	4,9%	5,0%	4,9%	4,6%
Spread odsetkowy	3,9%	4,5%	4,7%	4,9%	4,7%	4,4%
Koszty / Przychody	60,6%	62,2%	59,0%	62,4%	62,4%	62,6%
Koszty / Aktywa	4,1%	3,7%	3,5%	3,7%	3,7%	3,6%
Koszty osobowe / Przychody	28,0%	29,0%	27,6%	29,2%	29,7%	30,0%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	5,3%	-16,8%	-54,2%	-42,4%	-7,4%	-7,8%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,5%	-1,2%	-4,1%	-2,9%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	49,5%	39,4%	34,7%	34,3%	34,7%	35,2%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,6%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%
ROE	15,0%	10,7%	6,1%	6,8%	10,9%	10,5%
ROA	2,2%	1,5%	0,9%	1,0%	1,7%	1,6%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	25%	-27%	-41%	15%	67%	2%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	24%	-8%	11%	-11%	4%	2%
Przychody bankowe ogółem	9%	-4%	2%	-3%	4%	3%
Wynik odsetkowy netto	17%	13%	13%	-3%	4%	2%
Przychody pozaodsetkowe	16%	-24%	-10%	-4%	5%	4%
Koszty nieodsetkowe	1%	-2%	-3%	2%	4%	3%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 322	3 531	577	659	745	887
Należności od sektora finansowego	8 719	3 696	1 515	2 198	3 726	4 435
Dłużne papiery wartościowe	7 592	12 063	14 145	13 949	14 159	14 718
Kredyty	12 487	13 886	12 859	13 285	14 159	15 492
Akcje, udziały i inne inwestycje	4 092	6 705	7 812	7 403	7 176	7 068
Aktywa trwałe	1 910	1 891	1 898	1 892	1 933	1 936
Inne aktywa	788	779	722	746	795	870
Razem aktywa	38 908	42 550	39 527	40 132	42 692	45 406
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 085	7 922	7 613	7 556	7 661	7 772
Depozyty	19 811	19 935	19 157	20 289	22 053	24 106
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	6 408	9 067	6 775	6 143	6 432	6 763
Kapitały własne	5 603	5 626	5 983	6 145	6 545	6 765
Kapitał zakładowy	523	523	523	523	523	523
Razem pasywa	38 908	42 550	39 527	40 132	42 692	45 406

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	11,8%	12,5%	19,2%	24,0%	21,5%	16,9%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,2%	4,5%	7,2%	9,3%	8,3%	6,6%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	83,5%	75,2%	66,0%	60,2%	65,5%	79,2%
Rezerwy/ Kredyty ogółem	9,9%	9,4%	12,7%	14,5%	14,1%	13,4%
Rezerwy / Aktywa	3,5%	3,3%	4,7%	5,6%	5,4%	5,3%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	14,4%	13,2%	15,1%	15,3%	15,3%	14,9%
Kredyty / Aktywa	32,1%	32,6%	32,5%	33,1%	33,2%	34,1%
Depozyty / Aktywa	50,9%	46,9%	48,5%	50,6%	51,7%	53,1%
Kredyty / Depozyty	63,0%	69,7%	67,1%	65,5%	64,2%	64,3%
Stopa wzrostu kredytów	22,5%	11,2%	-7,4%	3,3%	6,6%	9,4%
Stopa wzrostu depozytów	4,9%	0,6%	-3,9%	5,9%	8,7%	9,3%
Stopa wzrostu aktywów	8,1%	9,4%	-7,1%	1,5%	6,4%	6,4%



24 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska**ING BSK**

SLAS.WA; BSK.PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Cena bieżąca	600,0 PLN
Cena docelowa	663,6 PLN
Kapitalizacja	7,8 mld PLN
Free float	1,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	6,60 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING BANK N.V.	75,00%
CU OFE BPH CU WBK	6,53%
Pozostali	18,47%

Profil spółki

ING BSK zajmuje 4 pozycję w sektorze bankowym pod względem sumy bilansowej. Jest to bank uniwersalny, oferujący swoje produkty klientom indywidualnym jak i dużym firmom. W chwili obecnej ponad połowę depozytów pochodzi z segmentu detalicznego. Większość portfela kredytów stanowią należności segmentu korporacyjnego. Bank jest bardzo aktywny na rynkach finansowych, lokując na nich nadmiar pozyskanych środków od klientów niewykorzystanych na akcję kredytową.

Old school banking

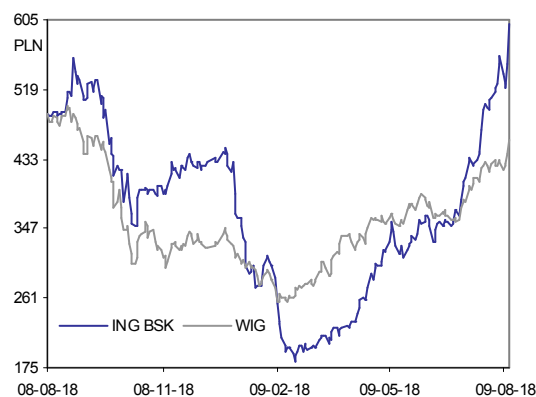
Prognozujemy 530 mln PLN zysku netto w 2009 roku. Uważamy, że ING BSK będzie jednym bankiem na rynku, który w 2009 roku poprawi wynik finansowy. Po wyłączeniu straty na obligacjach odnotowanej w 4Q08 spadek wyniku sięgnie 22%, co jest jednym z najmniejszych spadków spośród pokrywanych przez nas banków. Oczekujemy poprawy przychodów (wyłączając odpis na obligacjach z 4Q08, 290 mln PLN) o 9% R/R. Motorem wzrostu będzie wynik odsetkowy, który wzrośnie o 21%. Widzimy mocne argumenty stojące za poprawą marży odsetkowej netto w relacji do wcześniejszych okresów: (i) wyższe w relacji do ostatniego okresu prosperity marże kredytowe, (ii) poprawa struktury aktywów na skutek wzrostu udziału kredytów w aktywach odsetkowych i jednocześnie wzrostu udziału kredytów detalicznych w portfelu kredytów. Wyznaczamy cenę docelową na poziomie 663,6 PLN/akcję i zalecamy akumulowanie akcji. Realizacja naszych tegorocznych prognoz daje bieżące P/E'09 na poziomie 15, co daje obok BZ WBK najniższy wskaźnik w sektorze. Obniżenie profilu rezerw w kolejnych latach daje skokowy spadek wskaźnika (P/E'11 9).

Wyniki operacyjne rosną

Kluczem do wzrostu wyniku operacyjnego w tym roku (powtarzalny wynik wzrosł o 9%, po 1H09 wzrost o 13,4%) jest wzrost przychodów bankowych (+9% R/R). Jednocześnie podobnie jak wobec całego sektora bankowego oczekujemy utrzymania kontroli wydatków (banki wstrzymały projekty inwestycyjne, na skutek spadku tempa budowy wolumenów obniżyły się również premie dla pracowników). Obciążeniem dla wyników tego i przyszłego roku będą rosnące portfele należności nieregularnych. Jak do tej pory zarówno ING BSK, jak i inne banki giełdowe spisują w rezerwy znacznie niższe kwoty niż wynikałoby to z portfela należności nieregularnych. Kluczem do tego jest dobry portfel zabezpieczeń w bankach (w ING BSK wynikający z konserwatywnego podejścia banków). Uważamy, że koszty ryzyka wzrosną w 2H09 w relacji do 1H09, jednak i tak utrzymają się na poziomach znacznie niższych niż nasze poprzednie oczekiwania.

Źródła poprawy marży odsetkowej

Wyższe marże kredytowe w największym stopniu przekładają się na portfel kredytów korporacyjnych. Naszym zdaniem osiągnęliśmy szczyt jeśli chodzi o obecną ofertę banków (nowa produkcja). Jednak marża na portfelu cały czas będzie rosła wraz ze spłatą starego portfela i odbudową/rolowaniem pozycji kredytowej przedsiębiorstw. Dodatkowo znacznie szybciej rośnie kredyt w segmencie detalicznym, co dodatkowo poprawia marżę kredytową. Płynny bilans pozwala rosnąć po stronie kredytów nawet przy braku konkurowania o depozyty klientów. Mimo obniżenia w kwietniu oprocentowania OKO do 3,5%, portfel tego produktu pozostał stabilny, dzięki stałym przyrostom małych wkładów depozytowych (liczba klientów detalicznych to już prawie 2 mln) neutralizującym odpływy klientów z wysokimi saldami.

Kurs akcji ING BSK na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

Marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 048	1 152	1 397	1 425	1 524
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%
WNDB	2 009	2 060	2 574	2 608	2 777
Zysk operacyjny*	640	580	1 101	1 080	1 179
Zysk brutto	787	563	668	669	1 072
Zysk netto	631	445	530	531	851
ROE	16,6%	11,1%	11,8%	10,6%	14,9%
P/E	12,4	17,5	14,7	14,7	9,2
P/BV	2,0	1,8	1,6	1,5	1,3
DPS**	11,7	0,0	0,0	0,0	16,4
Stopa dywidendy	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ING BSK

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 048	1 152	1 397	1 425	1 524	1 679
Przychody pozaodsetkowe	961	908	1 177	1 182	1 253	1 325
Wynik z prowizji	899	890	917	968	1 025	1 074
Wynik handlowy	62	19	259	214	229	252
Wynik na działalności bankowej	2 009	2 060	2 574	2 608	2 777	3 005
Inne przychody operacyjne netto	12	27	20	20	20	20
Przychody bankowe ogółem	2 021	2 087	2 593	2 627	2 797	3 024
Koszty nieodsetkowe	-1 381	-1 507	-1 492	-1 547	-1 618	-1 688
Koszty osobowe	-700	-783	-679	-707	-749	-791
Amortyzacja	-155	-134	-134	-134	-134	-134
Inne koszty	-525	-591	-679	-706	-735	-764
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	640	580	1 101	1 080	1 179	1 336
Saldo rezerw	103	-66	-481	-461	-160	-171
Udział w wyniku jednostek zależnych	44	48	48	50	53	56
Zysk brutto	787	563	668	669	1 072	1 220
Podatek dochodowy	-150	-118	-138	-138	-221	-252
Zyski udziałowców mniejszościowych	-6	0	0	0	0	0
Zysk netto	631	445	530	531	851	969
Dywidendy wypłacone	152	0	0	0	213	291

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,1%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,2%	2,0%	2,3%	2,4%	2,3%	2,3%
Spread odsetkowy	1,9%	1,8%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%
Koszty / Przychody	68,3%	72,2%	57,5%	58,9%	57,8%	55,8%
Koszty / Aktywa	2,7%	2,5%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%
Koszty osobowe / Przychody	34,7%	37,5%	26,2%	26,9%	26,8%	26,1%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	16,1%	-11,3%	-43,7%	-42,7%	-13,6%	-12,8%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,7%	-0,3%	-1,7%	-1,6%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	48,1%	44,8%	46,1%	45,7%	45,5%	44,5%
Zysk operacyjny / Aktywa	1,3%	1,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
ROE	16,6%	11,1%	11,8%	10,6%	14,9%	14,9%
ROA	1,3%	0,7%	0,8%	0,8%	1,2%	1,2%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	7%	-29%	19%	0%	60%	14%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	17%	-9%	90%	-2%	9%	13%
Przychody bankowe ogółem	14%	3%	24%	1%	6%	8%
Przychody odsetkowe netto	12%	10%	21%	2%	7%	10%
Przychody nieodsetkowe	17%	-4%	28%	0%	6%	6%
Koszty nieodsetkowe	13%	9%	-1%	4%	5%	4%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 842	1 889	1 649	3 125	4 432	5 166
Należności od sektora finansowego	15 184	7 268	3 298	6 250	8 865	10 333
Dłużne papiery wartościowe	15 583	28 590	23 486	23 761	25 019	27 034
Kredyty i pożyczki	16 379	25 743	29 358	29 701	31 274	33 792
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 815	4 894	4 894	4 752	5 004	5 407
Aktywa trwałe	996	1 012	1 032	1 032	1 032	1 032
Inne aktywa	224	215	318	322	339	366
Razem aktywa	52 022	69 610	64 035	68 943	75 965	83 130
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 810	11 993	5 985	6 427	7 050	7 697
Depozyty	44 502	47 067	46 980	50 449	55 339	60 418
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	1 870	6 326	6 315	6 781	7 438	8 121
Kapitały własne	3 839	4 222	4 753	5 284	6 135	6 890
Kapitał zakładowy	130	130	130	130	130	130
Razem pasywa	52 022	69 610	64 035	68 943	75 965	83 130

	2007	2008	2 009P	2 010P	2 011P	2 012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	3,0%	1,9%	5,0%	7,5%	7,5%	7,5%
Kredyty nieregularne / Aktywa	1,0%	0,7%	2,3%	3,4%	3,3%	3,2%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	129,0%	100,4%	65,4%	61,4%	64,6%	66,1%
Rezerwy / Kredyty ogółem	3,9%	1,9%	3,2%	4,6%	4,9%	5,0%
Rezerwy / Aktywa	1,3%	0,7%	1,5%	2,1%	2,1%	2,1%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	7,4%	6,1%	7,4%	7,7%	8,1%	8,3%
Kredyty / Aktywa	31,5%	37,0%	45,8%	43,1%	41,2%	40,6%
Depozyty / Aktywa	85,5%	67,6%	73,4%	73,2%	72,8%	72,7%
Kredyty / Depozyty	36,8%	54,7%	62,5%	58,9%	56,5%	55,9%
Stopa wzrostu kredytów	27,3%	57,2%	14,0%	1,2%	5,3%	8,1%
Stopa wzrostu depozytów	15,4%	5,8%	-0,2%	7,4%	9,7%	9,2%
Stopa wzrostu aktywów	7,3%	33,8%	-8,0%	7,7%	10,2%	9,4%

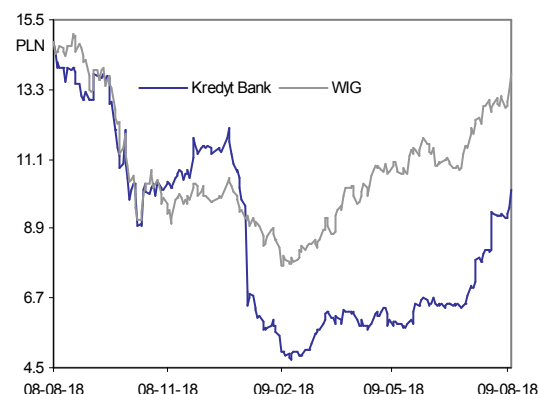
**Banki**
Polska

Cena bieżąca	10,10 PLN
Cena docelowa	11,76 PLN
Kapitalizacja	2,7 mld PLN
Free float	0,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,74 mln PLN

Struktura akcjonariatu	
KBC	80,00%
Sofina SA	5,53%
Pioneer Pekao IM SA	5,03%
Pozostali	9,44%

Profil spółki

Kredyt Bank jest 8. pod względem aktywów bankiem notowanym na GPW. Obecna strategia banku podkreśla nastawienie na klienta detalicznego oraz rozwój na rynku polskim bankassurance. Po stratach odnotowanych w latach 2002 – 2003, bank przeszedł proces głębokiej restrukturyzacji wewnętrznej, obecnie koncentruje się na promocji swojego wizerunku i nowych produktów, aby zwiększyć obecnie posiadany 4% – 5% udział rynku do 10%.

Kurs akcji Kredyt Banku na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Kredyt Bank

Kupuj

BKRE.WA; KRB.PW

(Podwyższona)

Najgorsze już za nimi

Mocny wynik operacyjny w pierwszej połowie roku (+24% R/R), to efekt dużej optymalizacji wydatków jakiej dokonał bank (koszty ogółem spadły 3% R/R). Jednocześnie, mimo spadku marży odsetkowej netto (2,6% vs. rok temu 3,4%) bank notuje wzrost wyniku odsetkowego (+5% R/R) na bazie rosnących aktywów (efekt ekspansji kredytowej zwiększył aktywa o 36% R/R). Niskie przychody prowizyjne pozostają największym potencjałem w banku (marża prowizyjna na aktywach 0,8% vs. średnia ważona dla innych banków 1,6%). Dzięki dobrym wynikom operacyjnym bank zdołał osiągnąć zysk po pierwszym półroczu. Uważamy, że koszty ryzyka pozostaną na podwyższonym poziomie w drugiej połowie 2009 i w 2010 roku, jednak bank zdoła wypracować zyski dzięki potencjałowi do ograniczania wydatków. Poprawa sytuacji na rynku międzybankowym, ograniczenie tempa wzrostu portfela kredytów, wykorzystanie potencjału wzrostu prowizji, pożyczka podporządkowana od inwestora strategicznego oraz stabilizacja na rynku depozytów są argumentami stojącymi za zmianą oceny Kredyt Banku. Inwestycja ta staje się dzięki tym czynnikom mniej ryzykowna (zagrożenia dla płynności powoli się odsuwają). W świetle coraz mniejszego zagrożenia wykazaniem straty uważamy wycenę na poziomie 1,2x BV za uzasadnioną i wyceniamy jedną akcję Kredyt Banku na 11,76 PLN. Zalecamy kupno walorów.

Oszczędności przynoszą wymierne rezultaty

Program restrukturyzacji zatrudnienia przynosi powoli wymierne efekty. Koszty osobowe spadły o 15%. Choć trudno będzie utrzymać tak wysoką dynamikę spadku w kolejnych kwartałach, to ich ograniczenie w dwucyfrowym tempie w 2009 roku wydaje się niezagrażone. Obecnie bank podjął się restrukturyzacji sieci oddziałów, co powinno przynieść kolejne oszczędności tym razem w zakresie kosztów rzeczowych. Przy wysokim wskaźniku CIR (65% po 1H09), obniżki wydatków mają duże przełożenie na wynik operacyjny. Prognozujemy, że wydatki ogółem spadną o 8% w tym roku i ich poziom zostanie utrzymany w przyszłym.

Poprawa rentowności aktywów

Bank pozyskiwał w bardzo szybkim tempie wolumeny w ubiegłym roku (aktywa wzrosły o ponad 40%). Umocnienie złotówki pomoże w zmniejszeniu relacji kredyty/depozyty. Zmniejszy też presję na finansowanie ze spółek z grupy. Oczekujemy znacznie wolniejszego tempa wzrostu aktywów w dwóch kolejnych latach, jednak znacznej poprawy wskaźników ich rentowności. Zakładając, że ROA wzrośnie do poziomu 0,8% - 0,9% (w szczyście był to nawet ponad 2%, ale wówczas zupełnie inną marżę miał portfel kredytów), zysk netto na bazie bieżącej sumy bilansowej sięgnąłby 350 mln PLN. Po wygaśnięciu wysokich kosztów ryzyka, które naszym zdaniem nie zagrażają poziomowi kapitałów (choć ich przyrost będzie hamowany niższymi zyskami), P/E przy obecnej cenie rynkowej wynosi 8.

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	871	1 060	1 056	1 094	1 127
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%	2,7%	2,6%	2,5%
WNDB	1 360	1 586	1 537	1 572	1 628
Zysk operacyjny*	468	531	570	604	620
Zysk brutto	500	421	37	145	467
Zysk netto	388	325	29	116	374
ROE	17,9%	13,2%	1,1%	4,2%	12,5%
P/E	7,1	8,4	93,3	23,6	7,3
P/BV	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9
DPS**	0,52	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy	5,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Kredyt Bank

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	871	1 060	1 056	1 094	1 127	1 170
Przychody pozaodsetkowe	489	526	481	477	500	523
Wynik z prowizji	310	293	306	340	365	388
Wynik handlowy	179	233	175	137	135	135
Wynik na działalności bankowej	1 360	1 586	1 537	1 572	1 628	1 693
Inne przychody operacyjne netto	83	50	50	50	50	50
Przychody bankowe ogółem	1 443	1 636	1 587	1 622	1 678	1 743
Koszty nieodsetkowe	-975	-1 105	-1 017	-1 018	-1 057	-1 095
Koszty osobowe	-490	-536	-463	-455	-474	-493
Amortyzacja	-111	-104	-116	-120	-120	-120
Inne koszty	-374	-465	-438	-443	-463	-482
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	468	531	570	604	620	648
Saldo rezerw	30	-108	-533	-459	-153	-166
Udział w wyniku jednostek zależnych	2	-2	0	0	0	0
Zysk brutto	500	421	37	145	467	482
Podatek dochodowy	-111	-96	-7	-29	-93	-96
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	388	325	29	116	374	386
Dywidendy wypłacone	141	0	0	0	0	96

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,5%	3,2%	2,7%	2,6%	2,5%	2,5%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,9%	3,6%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%
Spread odsetkowy	3,7%	3,4%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%
Koszty / Przychody	67,4%	67,5%	64,1%	62,8%	63,0%	62,8%
Koszty / Aktywa	3,9%	3,4%	2,6%	2,4%	2,4%	2,3%
Koszty osobowe / Przychody	33,9%	32,8%	29,2%	28,0%	28,3%	28,3%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	6,4%	-20,4%	-93,6%	-76,0%	-24,7%	-25,6%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,2%	-0,5%	-2,0%	-1,7%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	39,7%	35,2%	33,5%	32,5%	32,8%	32,9%
Zysk operacyjny / Aktywa	1,7%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%
ROE	17,9%	13,2%	1,1%	4,2%	12,5%	11,5%
ROA	1,6%	1,0%	0,1%	0,3%	0,8%	0,8%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	-16,6%	-16,8%	-90,9%	294,6%	221,9%	3,3%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	7,0%	13,0%	7,3%	5,9%	2,7%	4,5%
Przychody bankowe ogółem	5,5%	13,2%	-3,0%	2,2%	3,5%	3,9%
Przychody odesetkowe netto	11,7%	21,6%	-0,4%	3,7%	3,0%	3,8%
Przychody nieodsetkowe	-2,8%	0,4%	-7,8%	-0,7%	4,4%	4,1%
Koszty nieodsetkowe	4,8%	13,3%	-8,0%	0,1%	3,9%	3,5%

**BILANS**

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	612	828	1 308	2 466	2 957	2 548
Należności od sektora finansowego	2 454	339	1 453	2 739	3 286	2 831
Dłużne papiery wartościowe	5 925	7 556	8 109	7 628	7 409	8 106
Kredyty i pożyczki	16 622	26 733	27 031	27 739	29 636	32 425
Akcje, udziały i inne inwestycje	530	2 313	1 352	1 387	1 482	1 621
Aktywa trwałe	464	483	514	499	504	519
Inne aktywa	522	479	541	555	593	648
Razem aktywa	27 128	38 731	40 307	43 013	45 867	48 699
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 453	13 247	13 242	14 192	14 253	14 149
Depozyty	17 089	20 275	22 070	23 654	25 915	28 298
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	394	280	767	711	711	711
Inne zobowiązania	916	2 283	1 553	1 665	1 824	1 991
Kapitały własne	2 276	2 646	2 675	2 791	3 165	3 550
Kapitał zakładowy	1 358	1 358	1 358	1 358	1 358	1 358
Razem pasywa	27 128	38 731	40 307	43 013	45 867	48 699

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	6,6%	4,9%	8,1%	10,8%	10,8%	10,8%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,2%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	73,0%	68,7%	63,7%	59,8%	60,4%	59,6%
Rezerwy / Kredyty ogółem	4,8%	3,4%	5,1%	6,5%	6,5%	6,5%
Rezerwy / Aktywa	3,1%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	8%	7%	7%	6%	7%	7%
Kredyty / Aktywa	61%	69%	67%	64%	65%	67%
Depozyty / Aktywa	63%	52%	55%	55%	56%	58%
Kredyty / Depozyty	97%	132%	122%	117%	114%	115%
Stopa wzrostu kredytów	44%	61%	1%	3%	7%	9%
Stopa wzrostu depozytów	8%	19%	9%	7%	10%	9%
Stopa wzrostu aktywów	22%	43%	4%	7%	7%	6%

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	5,05 PLN
Cena docelowa	5,30 PLN
Kapitalizacja	4,3 mld PLN
Free float	1,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	10,35 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Banco Comercial Portugues	65,5%
CU OFE	6,48%
Pozostali	28,02%

Profil spółki

Millennium jest 6. pod względem aktywów bankiem uniwersalnym w Polsce. Jego obecna strategia nakierowana jest na klienta detalicznego i koncentruje się na wybranych podsegmentach detalu: kredytach hipotecznych, kartach kredytowych i kredytach gotówkowych. Bank przedstawił swoją nową strategię średnioterminową. Nie podał docelowych ROE i CIR. Zamierza skupić się na bankowości oddziałowej skoncentrowanej na segmencie detalicznym i MSP. Zamierza również ograniczyć wydatki.

Millennium Trzymaj

BIGW.WA; MIL.PW

(Podwyższona)

Odzyskanie utraconej rentowności

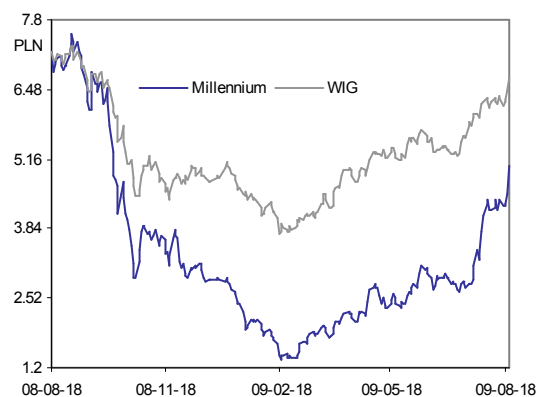
Bank Millennium będzie jednym z największych beneficjentów poprawy sytuacji na rynku finansowania w przyszłym roku. Spadek kosztu refinansowania walutowego portfela kredytów hipotecznych, schyłek wojny depozytowej oraz stopniowa poprawa marży kredytowej pozwolą poprawić marżę w kolejnych kwartałach i znacznie poprawić wynik odsetkowy w przyszłym roku. Podobnie jak Kredyt Bank bardzo agresywnie zwiększał sumę bilansową przez ostatnie lata (CAGR'08/05 29%) pozyskując nowe wolumeny. Są to wprawdzie najmniej rentowne kredyty hipoteczne, jednak obecny zwrot na posiadanych aktywach (ledwie 0,1%) nie odzwierciedla potencjału banku. W sytuacji gdy na dalszy plan odsuwa się widomo poważnych strat kredytowych, a nerwowość na rynku międzybankowym jest znacznie mniejsza, można oczekiwać poprawy ROA w kolejnych latach. Na zbudowanej bazie aktywów, która nie będzie rosła w ciągu kolejnych dwóch lat, poprawa ROA do poziomu 0,8% daje 380 mln PLN zysku netto, co daje P/E na poziomie niespełna 10. Uważamy, że kurs dyskontuje potencjał poprawy dochodowości banku (spadek znaczenia niskooprocentowanych kredytów hipotecznych, wzrost udziału np. kredytów gotówkowych i dla segmentu MSP). Wyznaczamy naszą cenę docelową na 5,3 PLN/akcję i wydajemy rekomendację trzymaj

Koszt finansowania — bank przeszedł stres test

Ostatnie dwa kwartały pokazały ogrom ryzyka działalności w obszarze kredytów walutowych bez zapewnionego dopasowanego (zarówno pod względem duracji jak i waluty) finansowania. Millennium w największym stopniu spośród pokrywanych banków musiał refinansować swój portfel na rynku derywatów. W świetle spadającego kosztu refinansowania pozyskana baza aktywów powinna zwiększyć swoją dochodowość, choć powrót do marż rzędu 3% jest już naszym zdaniem nieosiągalny. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla finansowania była nerwowość na rynku depozytów i wysokie ceny płacone w zamian za utrzymanie bazy depozytów. W kolejnych kwartałach może być już tylko lepiej na bazie stopniowo umacniającej się złotówki i spadku cen depozytów.

Gdzie tkwi potencjał banku?

Stabilizacja na rynku depozytów nie wystarczy do rozwoju w kolejnych latach. Aby rozwijać sumę bilansową i pozyskiwać nowe kredyty (w innych niż hipoteczny segmentach, przy wyższych marżach) bank musi zdobyć nowe źródła finansowania. Odpowiedzią na sytuację banku mogłyby być szybsze niż prognozowane przez nas przyrosty bazy depozytowej lub alternatywne źródła finansowania tj. sekurytyzacja. Pojawienie się na horyzoncie takich czynników mogłoby skłonić nas do bardziej optymistycznego postrzegania banku.

Kurs akcji Millennium na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	820	1 181	627	918	1 006
Marża odsetkowa	3,0%	3,0%	1,4%	2,0%	2,0%
WNDB	1 648	1 827	1 412	1 655	1 750
Zysk operacyjny*	651	657	392	653	714
Zysk brutto	585	522	52	297	560
Zysk netto	462	413	42	240	454
ROE	19,5%	15,5%	1,5%	8,1%	13,7%
P/E	9,3	10,4	102,8	17,9	9,5
P/BV	1,7	1,5	1,5	1,4	1,2
DPS**	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Millennium

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	820	1 181	627	918	1 006	1 092
Przychody pozaodsetkowe	828	646	785	737	744	794
Wynik z prowizji	543	472	465	508	543	575
Wynik handlowy	285	174	320	230	201	218
Wynik na działalności bankowej	1 648	1 827	1 412	1 655	1 750	1 885
Inne przychody operacyjne netto	61	21	21	21	21	21
Przychody bankowe ogółem	1 709	1 849	1 433	1 676	1 771	1 906
Koszty nieodsetkowe	-1 058	-1 192	-1 041	-1 023	-1 056	-1 100
Koszty osobowe	-539	-609	-499	-484	-500	-525
Amortyzacja	-88	-73	-81	-81	-81	-81
Inne koszty	-431	-510	-462	-458	-475	-494
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	651	657	392	653	714	806
Saldo rezerw	-67	-135	-347	-357	-154	-167
Udział w wyniku jednostek zależnych	0	0	7	0	0	0
Zysk brutto	585	522	52	297	560	639
Podatek dochodowy	-123	-108	-10	-56	-106	-121
Zyski udziałowców mniejszościowych						
Zysk netto	462	413	42	240	454	518
Dywidendy wypłacone	161	0	0	0	0	181

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,0%	3,0%	1,4%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,3%	3,4%	1,5%	2,2%	2,3%	2,3%
Spread odsetkowy	2,9%	3,0%	1,2%	1,9%	1,9%	1,9%
Koszty / Przychody	61,9%	64,5%	72,7%	61,0%	59,7%	57,7%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,1%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Koszty osobowe / Przychody	32%	33%	35%	29%	28%	28%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-10%	-21%	-89%	-55%	-22%	-21%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,4%	-0,5%	-1,1%	-1,1%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	48%	35%	55%	44%	42%	42%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,4%	1,7%	0,8%	1,4%	1,4%	1,5%
ROE	19,5%	15,5%	1,5%	8,1%	13,7%	13,6%
ROA	1,7%	1,1%	0,1%	0,5%	0,9%	1,0%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	53,5%	-10,4%	-89,9%	475,6%	88,9%	14,1%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	59,0%	0,9%	-40,4%	66,8%	9,3%	12,8%
Przychody bankowe ogółem	34,9%	8,1%	-22,5%	17,0%	5,6%	7,7%
Wynik odsetkowy netto	27,8%	44,1%	-46,9%	46,4%	9,5%	8,6%
Przychody pozaodsetkowe	35,5%	-22,0%	21,4%	-6,1%	0,9%	6,7%
Koszty nieodsetkowe	23,3%	12,6%	-12,6%	-1,7%	3,2%	4,2%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 257	1 803	1 692	2 259	3 011	3 093
Należności od sektora finansowego	1 082	1 641	1 880	2 510	3 346	3 437
Dłużne papiery wartościowe	4 224	6 374	7 498	7 151	6 586	7 199
Kredyty i pożyczki	22 027	33 748	31 774	33 108	35 412	38 706
Akcje, udziały, pochodne	1 029	2 836	1 617	1 617	1 617	1 617
Aktywa trwałe	357	408	408	383	373	368
Inne aktywa	554	306	874	950	995	1 099
Razem aktywa	30 530	47 115	45 743	47 977	51 340	55 519
Zobowiązania wobec sektora finansowego	3 295	4 563	4 782	4 418	3 909	4 055
Depozyty	21 801	31 702	33 225	35 653	39 091	42 681
Wyemitowane papiery wartościowe	851	927	831	891	977	1 067
Otrzymane pożyczki podporządkowane	826	961	961	961	961	961
Inne zobowiązania, w tym zobowiązania finansowe	1 237	6 146	3 088	2 957	2 851	2 686
Kapitały własne	2 520	2 815	2 857	3 097	3 551	4 068
Kapitał zakładowy	849	849	849	849	849	849
Razem pasywa	30 530	47 115	45 743	47 977	51 340	55 519

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	3,4%	3,4%	6,7%	8,9%	8,9%	8,9%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,5%	2,5%	4,8%	6,4%	6,4%	6,5%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	79,5%	64,3%	49,5%	47,1%	48,7%	49,2%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,7%	2,2%	3,3%	4,2%	4,3%	4,4%
Rezerwy / Aktywa	2,0%	1,6%	2,4%	3,0%	3,1%	3,2%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	8,3%	6,0%	6,2%	6,5%	6,9%	7,3%
Kredyty / Aktywa	72,1%	71,6%	69,5%	69,0%	69,0%	69,7%
Depozyty / Aktywa	71,4%	67,3%	72,6%	74,3%	76,1%	76,9%
Kredyty / Depozyty	101,0%	106,5%	95,6%	92,9%	90,6%	90,7%
Stopa wzrostu kredytów	47,5%	53,2%	-5,8%	4,2%	7,0%	9,3%
Stopa wzrostu depozytów	24,6%	45,4%	4,8%	7,3%	9,6%	9,2%
Stopa wzrostu aktywów	23,6%	54,3%	-2,9%	4,9%	7,0%	8,1%

24 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	141,0 PLN
Cena docelowa	154,4 PLN
Kapitalizacja	37,0 mld PLN
Free float	15,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	142,51 mln PLN

Struktura akcjonariatu

UniCredit	59,36%
Pozostali	40,64%

Profil spółki

Po fuzji Pekao z częścią BPH stał się jednym z największych w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem wolumenów (aktywa, kredyty, depozyty). W 2008 roku zakończył integrację operacyjną obu podmiotów. Obecnie jego wolumeny rosną wolniej niż w przypadku głównego konkurenta: PKO BP. Obecnie pod względem portfela kredytów i depozytów zajmuje drugie miejsce w polskim sektorze bankowym, po PKO BP.

Pekao

BAPE.WA; PEO.PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Stabilnie do przodu

Podnosimy naszą prognozę wyników finansowych na 2009 roku do poziomu 2,3 mld PLN (poprzednio 1,6 mld PLN). Motywacją do tego były wyższy wynik handlowy oraz zdecydowanie mniejsze odpisy na ryzyko kredytowe notowane w 1H09. Uważamy, że w drugiej połowie roku koszty ryzyka wzrosną (do tej pory koszty ryzyka w Pekao w znacznym stopniu odbiegały od tego co pokazywały inne banki), a potencjał do ponadprzeciętnych wyników handlowych będzie mały. Uważamy jednak, że płynny bilans (kredyty/depozyty 88%), współczynnik wypłacalności na poziomie 13,07% (Tier I) i duża siła rynkowa w zakresie obniżenia kosztu finansowania (drugi największy bank detaliczny, największy bank korporacyjny) będą wsparciem dla kursu akcji Pekao. Potencjałem w kolejnych kwartałach staje się ekspozycja na rynki kapitałowe (największe fundusze inwestycyjne w grupie), co powinno wspierać wzrost wyniku prowizyjnego. Wyznaczamy naszą cenę docelową na 154,4 PLN/akcję i zalecamy akumulowanie akcji. Pekao postrzegamy jako atrakcyjniejszą inwestycję niż akcje PKO BP. Presja na wycenę akcji konkurenta wynika w średnim terminie z planowanej emisji akcji, która ma nastąpić przed końcem bieżącego roku.

Pojawia się potencjał do wypłaty dywidendy

Uważamy, że przy współczynniku wypłacalności na poziomie 13,07% (Tier I), przy gwarancji generowania znacznych nadwyżek operacyjnych (wynik odsetkowy spadł w banku w 1H09, jednak skala erozji nie zagrażała poziomowi przychodów tak jak w innych bankach) i udowodniona historycznie kontrola poziomu kosztów działania przemawiają za wypłatą dywidendy już z tegorocznych zysków. Uważamy, że w banku nie ma potrzeby kumulowania dodatkowych kapitałów. Zakładamy wypłatę połowy tegorocznych zysków. Ze względu na spadek tegorocznych zysków, stopa dywidendy brutto nie będzie jednak przekraczała rentowności obligacji (3% stopy dywidendy brutto).

Odbicie na marży odsetkowej netto

Struktura finansowania aktywów Pekao opiera się o depozyty klientów. Wzrost kosztu finansowania w Pekao objawiał się przede wszystkim w wojnie depozytowej (bank nie musi refinansować portfela kredytów walutowych na rynku derywatów). Dodatkowo negatywnie na wynik odsetkowy banku wpłynął spadek rynkowych stóp procentowych. Uważamy, że w kolejnych kwartałach marża odsetkowa będzie się poprawiać, co będzie wsparciem dla wyniku, nawet przy niskiej skali wzrostu wolumenów.

Ryzykiem pozostają odpisy na rezerwy

Koszty ryzyka w 1H09 sięgnęły 58 pb, znacznie odbiegając od kosztów realizowanych przez inne banki. W całym 2009 roku zakładamy odpisy na poziomie 80 pb. (wzrost w 2H09). Jest to jednak najbardziej optymistyczne założenie spośród wszystkich banków, ale wraz ze stabilizacją przyrostu NPL, Pekao może wyróżnić się pozytywnie na tle całego rynku.

Kurs akcji Pekao na tle WIG

Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	4 323	4 509	3 799	4 214	4 704
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%	2,9%	3,1%	3,2%
WNDB	8 314	7 578	7 131	7 616	8 329
Zysk operacyjny*	4 510	4 535	3 475	3 904	4 502
Zysk brutto	4 342	4 346	2 860	3 295	4 168
Zysk netto	3 547	3 528	2 304	2 656	3 363
ROE	23,1%	23,0%	13,5%	14,0%	16,2%
P/E	10,4	10,5	16,0	13,9	11,0
P/BV	1,6	2,3	2,0	1,9	1,7
DPS**	9,60	0,00	4,39	5,06	7,05
Stopa dywidendy	6,8%	0,0%	3,1%	3,6%	5,0%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Pekao (mIn PLN)

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	4 323	4 509	3 799	4 214	4 704	5 097
Przychody pozaodsetkowe	3 991	3 069	3 332	3 402	3 624	3 820
Wynik z prowizji	2 932	2 342	2 212	2 349	2 495	2 648
Wynik handlowy	1 059	727	1 119	1 053	1 129	1 172
Wynik na działalności bankowej	8 314	7 578	7 131	7 616	8 329	8 917
Inne przychody operacyjne netto	0	745	71	71	71	71
Przychody bankowe ogółem	8 314	8 323	7 202	7 688	8 400	8 988
Koszty nieodsetkowe	-3 805	-3 788	-3 727	-3 784	-3 898	-4 030
Koszty osobowe	-1 933	-1 853	-1 839	-1 842	-1 892	-1 968
Amortyzacja	-393	-413	-442	-453	-472	-482
Inne koszty	-1 496	-1 522	-1 446	-1 489	-1 534	-1 580
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	4 510	4 535	3 475	3 904	4 502	4 958
Saldo rezerw	-320	-294	-669	-663	-391	-422
Udział w wyniku jednostek zależnych	153	105	54	54	57	62
Zysk brutto	4 342	4 346	2 860	3 295	4 168	4 598
Podatek dochodowy	-800	-805	-543	-626	-792	-874
Zyski udziałowców mniejszościowych	-13	-13	-13	-13	-13	-13
Zysk netto	3 547	3 528	2 304	2 656	3 363	3 711
Dywidendy wypłacone	2 514	0	1 152	1 328	1 850	2 227

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,6%	3,5%	2,9%	3,1%	3,2%	3,2%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,8%	3,8%	3,1%	3,3%	3,4%	3,4%
Spread odsetkowy	3,5%	3,6%	2,9%	3,1%	3,2%	3,1%
Koszty / Przychody	49%	46%	52%	49%	46%	45%
Koszty / Aktywa	-3,6%	-3,0%	-2,8%	-2,8%	-2,6%	-2,5%
Koszty osobowe / Przychody	-26%	-22%	-26%	-24%	-23%	-22%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-7%	-6%	-19%	-17%	-9%	-9%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,5%	-0,4%	-0,8%	-0,8%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	51%	46%	47%	45%	44%	43%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,7%	3,5%	2,6%	2,9%	3,1%	3,1%
ROE	23,1%	23,0%	13,5%	14,0%	16,2%	16,3%
ROA	3,0%	2,8%	1,7%	1,9%	2,3%	2,3%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	18%	-1%	-35%	15%	27%	10%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	13%	1%	-23%	12%	15%	10%
Przychody bankowe ogółem	11%	0%	-13%	7%	9%	7%
Wynik odsetkowy netto	6%	4%	-16%	11%	12%	8%
Przychody pozaodsetkowe	14%	-23%	9%	2%	7%	5%
Koszty nieodsetkowe	9%	0%	-2%	2%	3%	3%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 122	10 004	5 711	9 648	11 057	10 744
Należności od sektora finansowego	16 960	7 909	6 346	12 060	15 796	17 906
Dłużne papiery wartościowe	24 563	22 553	31 757	28 593	30 433	33 356
Kredyty i pożyczki	69 702	82 515	79 969	81 893	87 148	95 519
Akcje, udziały, pochodne	1 964	4 632	3 873	3 966	4 219	4 621
Aktywa trwałe	2 710	2 652	2 761	2 831	2 948	3 010
Inne aktywa	3 075	1 766	1 930	1 976	2 100	2 297
Razem aktywa	124 096	132 030	132 348	140 968	153 701	167 453
Zobowiązania wobec sektora finansowego	9 942	14 993	13 816	14 731	16 084	17 570
Depozyty	89 944	90 889	92 106	98 205	107 224	117 136
Wyemitowane papiery wartościowe	3 717	2 471	2 322	2 183	2 052	1 929
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	5 746	7 641	5 758	5 995	6 448	7 058
Kapitały własne	14 667	15 947	18 251	19 756	21 791	23 652
Kapitał zakładowy	262	262	262	262	262	262
Razem pasywa	124 096	132 030	132 348	140 968	153 701	167 453

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	8%	6%	9%	11%	11%	10%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4%	4%	5%	7%	6%	6%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	85%	87%	68%	59%	61%	62%
Rezerwy / Kredyty ogółem	7%	-5%	-6%	-6%	-7%	-6%
Rezerwy / Aktywa	4%	-3%	-4%	-4%	-4%	-4%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	13%	12%	14%	14%	14%	14%
Kredyty / Aktywa	51%	62%	60%	58%	57%	57%
Depozyty / Aktywa	77%	69%	70%	70%	70%	70%
Kredyty / Depozyty	67%	91%	87%	83%	81%	82%
Stopa wzrostu kredytów	11%	18%	-3%	2%	6%	10%
Stopa wzrostu depozytów	2%	1%	1%	7%	9%	9%
Stopa wzrostu aktywów	1%	6%	0%	7%	9%	9%



24 sierpnia 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	34,99 PLN
Cena docelowa	35,60 PLN
Kapitalizacja	35,0 mld PLN
Free float	17,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	161,98 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,49%
Pozostali	48,51%

Profil spółki

PKO BP do grudnia 2007 roku był największym bankiem polskiego sektora bankowego. Po fuzji Pekao z częścią BPH, PKO BP został wiceliderem w sektorze pod względem aktywów. Jednak pod względem poszczególnych wolumenów (np. kredytów i depozytów gospodarstw domowych) pozostaje liderem na rynku. Jednocześnie PKO BP w dalszym ciągu pozostaje bankiem o największej bazie klientów (ma ponad 6 mln klientów indywidualnych, podczas gdy Pekao po fuzji ma ich przeszło 4 mln).

PKO BP

PKOB.WA; PKO.PW

Trzymaj

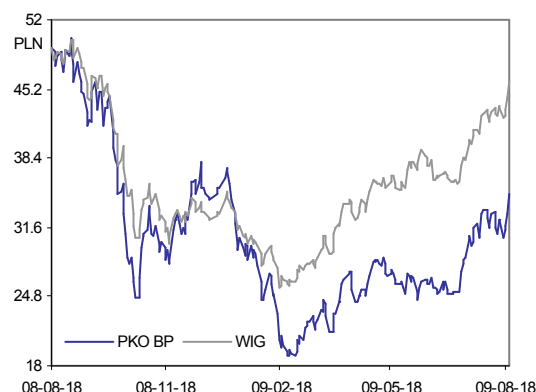
(Podtrzymana)

Czy emisja jest potrzebna?

Współczynnik wypłacalności 12,1% po 1Q09, lider segmentu detalicznego, największa siła pozyskiwania udziałów w rynku depozytów detalicznych zostały już zdyskontowane w wycenie rynkowej. Uważamy, że fundamenty na jakich swoją pozycję buduje PKO BP pozostaną niezachwiane i podtrzymujemy opinię, że nawet realizacja negatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku bankowym nie zagraża bazie kapitałowej banku (odpisy na kredyty, które byłyby na poziomie całego wyniku operacyjnego przed rezerwami musiałyby sięgnąć prawie 4%). Zbliżająca się emisja z prawem poboru będzie negatywnie wpływała na wycenę akcji PKO BP. Bank chce pozyskać 5 mld PLN poprzez emisję do 300 mln akcji. Zakładamy takie parametry w naszych prognozach dla PKO BP. Udziały PKO BP w głównych indeksach giełdowych sięgają maksymalnych poziomów. Zatem wzrost wartości free float po emisji nie przełoży się na wzrost udziału w indeksach. Czynnikiem ryzyka jest również ustalenie ceny emisyjnej. Uważamy, że inwestorzy będą oczekiwać dyskonta w relacji do wycen rynkowych, szczególnie w momencie gdy jak do tej pory nie wiadomo kto zajmie stanowisko prezesa w momencie emisji. Rezygnację z emisji, lub odłożenie jej w czasie postrzegalibyśmy pozytywnie. Naszym zdaniem brak dodatkowych środków pozwoli bankowi w dalszym ciągu rozwijać się, biorąc pod uwagę perspektywę całego sektora. Wyznaczamy cenę docelową na poziomie 35,6 PLN/akcję i zalecamy trzymanie walorów.

Nowa strategia depozytowa trwale zmienia obraz banku

Marża odsetkowa netto spadła w 1Q09 do 3,5%. (5% kwartał wcześniej). Oczekujemy jej dalszego spadku w 2Q09. Uważamy, że bank nie powróci już do marż rzędu 4—5% ze względu na wprowadzenie do oferty nowych produktów oszczędnościowych. Z takiego kroku nie ma już drogi wstecz. PKO BP z biernego gracza na rynku depozytów detalicznych stał się liderem wyznaczającym benchmark. Uważamy, że jego marża odsetkowa netto wzrośnie do poziomu 3,4% i będzie wyższa niż marża głównego konkurenta Pekao (3,2%). PKO BP ma przewagę klientów indywidualnych, którzy większą część swoich środków skłonni są utrzymywać na rachunkach bieżących.

Kurs akcji PKO BP na tle WIG**Dywidenda**

Uwzględniamy uchwaloną już wypłatę 1 mld PLN zysku netto za 2008 rok w formie dywidendy (dzień prawa do dywidendy 24 września br.) oraz zakładamy, że po emisji bank, zgodnie z uchwałami ZWZA, wypłaci jeszcze dywidendę zaliczkową z zysku za 2009 rok w kwocie 0,5 mld PLN. W przyszłym roku również zakładamy wypłatę 1,5 mld PLN w formie dywidendy.

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	4 647	6 127	4 836	5 490	6 095
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%	3,2%	3,3%	3,4%
WNDB	7 445	9 097	8 387	9 019	9 803
Zysk operacyjny*	3 662	5 092	4 156	4 785	5 512
Zysk brutto	3 609	3 977	2 588	3 070	4 915
Zysk netto	2 904	3 121	2 089	2 480	3 974
ROE	26%	24%	12%	12%	18%
P/E	12,1	11,2	21,8	18,3	11,4
P/BV	2,9	2,5	2,3	2,2	2,0
DPS**	1,09	1,50	1,15	0,95	1,53
Stopa dywidendy	3,1%	4,3%	3,3%	2,7%	4,4%

*przed kosztami rezerw **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT PKO BP

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	4 647	6 127	4 836	5 490	6 095	6 617
Przychody pozaodsetkowe	2 798	2 969	3 551	3 529	3 708	3 863
Wynik z prowizji	2 332	2 412	2 342	2 431	2 550	2 672
Wynik handlowy	466	558	1 209	1 098	1 158	1 191
Wynik na działalności bankowej	7 445	9 097	8 387	9 019	9 803	10 480
Inne przychody operacyjne netto	258	292	204	204	204	204
Przychody bankowe ogółem	7 702	9 388	8 591	9 223	10 007	10 684
Koszty nieodsetkowe	-4 041	-4 296	-4 435	-4 438	-4 496	-4 599
Koszty osobowe	-2 289	-2 429	-2 416	-2 394	-2 395	-2 452
Amortyzacja	-382	-430	-510	-520	-531	-531
Inne koszty	-1 370	-1 437	-1 509	-1 524	-1 570	-1 617
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	3 662	5 092	4 156	4 785	5 512	6 085
Saldo rezerw	-57	-1 130	-1 578	-1 728	-609	-659
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	4	16	10	13	11	12
Zysk brutto	3 609	3 977	2 588	3 070	4 915	5 439
Podatek dochodowy	-668	-838	-492	-583	-934	-1 033
Zyski udziałowców mniejszościowych	-38	-19	-7	-6	-7	-7
Zysk netto	2 904	3 121	2 089	2 480	3 974	4 398
Dywidendy wypłacone	1 090	1 500	1 500	1 240	1 987	2 199

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,4%	5,0%	3,2%	3,3%	3,4%	3,3%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,7%	5,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%
Spread odsetkowy	4,5%	5,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%
Koszty / Przychody	52,5%	45,8%	51,6%	48,1%	44,9%	43,0%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,2%	2,7%	2,6%	2,4%	2,2%
Koszty osobowe / Przychody	29,7%	25,9%	28,1%	26,0%	23,9%	22,9%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-1,5%	-22,2%	-38,0%	-36,1%	-11,0%	-10,8%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,1%	-1,3%	-1,5%	-1,5%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	39,7%	34,7%	43,7%	40,5%	39,1%	38,1%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,5%	4,2%	2,8%	2,8%	3,0%	3,1%
ROE	26,4%	24,1%	12,5%	12,4%	18,2%	18,0%
ROA	2,8%	2,6%	1,4%	1,5%	2,2%	2,2%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	35,1%	7,5%	-33,1%	18,8%	60,2%	10,7%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	35,3%	39,1%	-18,4%	15,1%	15,2%	10,4%
Przychody bankowe ogółem	18,2%	21,9%	-8,5%	7,4%	8,5%	6,8%
Przychody odsetkowe netto	21,3%	31,9%	-21,1%	13,5%	11,0%	8,6%
Przychody nieodsetkowe	13,8%	6,7%	15,2%	-0,6%	4,8%	3,9%
Koszty nieodsetkowe	6,0%	6,3%	3,2%	0,1%	1,3%	2,3%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	4 683	5 837	11 825	13 595	16 963	18 307
Należności od sektora finansowego	5 261	3 364	13 138	15 106	18 847	20 341
Dłużne papiery wartościowe	15 202	14 572	16 259	16 953	18 138	19 824
Kredyty i pożyczki	76 417	101 108	112 817	117 632	125 854	137 552
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 767	3 940	3 229	3 366	3 602	3 937
Aktywa trwałe	4 004	4 317	5 077	5 176	5 286	5 286
Inne aktywa	1 204	1 499	1 256	1 309	1 401	1 531
Razem aktywa	108 538	134 636	163 601	173 138	190 091	206 778
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 704	6 991	7 983	6 834	7 513	8 200
Depozyty	86 580	102 939	126 872	136 685	150 253	163 998
Wyemitowane papiery wartościowe	179	212	190	190	190	190
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 615	1 619	1 619	1 619	1 619	1 619
Inne zobowiązania	3 481	8 877	7 343	7 228	7 194	7 032
Kapitały własne	11 921	13 952	19 540	20 521	23 255	25 666
Kapitał zakładowy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Razem pasywa	108 538	134 636	163 601	173 138	190 091	206 778

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	3,6%	4,2%	6,8%	9,0%	9,0%	9,0%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,6%	3,1%	4,7%	6,3%	6,1%	6,2%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	86,2%	69,3%	57,9%	57,2%	58,7%	58,9%
Rezerwy / Kredyty ogółem	3,1%	2,9%	3,9%	5,2%	5,3%	5,3%
Rezerwy / Aktywa	2,2%	2,2%	2,7%	3,6%	3,6%	3,6%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	11%	10%	12%	12%	12%	12%
Kredyty / Aktywa	70%	75%	69%	68%	66%	67%
Depozyty / Aktywa	80%	76%	78%	79%	79%	79%
Kredyty / Depozyty	88%	98%	89%	86%	84%	84%
Stopa wzrostu kredytów	30%	32%	12%	4%	7%	9%
Stopa wzrostu depozytów	4%	19%	23%	8%	10%	9%
Stopa wzrostu aktywów	6%	24%	22%	6%	10%	9%



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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. współpracuje z Pekao.

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

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BZ WBK

Rekomendacja	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05	2009-04-07	2009-05-06	2009-05-20
kurs z dnia rekomendacji	116,40	111,80	86,00	70,00	80,50	94,00	94,00
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61	26410,72	29777,06	30312,26

cd. BZ WBK

Rekomendacja	Akumuluj	Redukuj
data wydania	2009-06-30	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	90,80	124,10
WIG w dniu rekomendacji	30525,72	35363,92

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Bank Handlowy

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2008-08-18	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03
kurs z dnia rekomendacji	73,00	65,70	60,00	43,90	50,00	50,50	34,00
WIG w dniu rekomendacji	40903,46	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04	23908,36

cd. Banku Handlowego

Rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-07
kurs z dnia rekomendacji	34,50	35,99	52,80	52,30
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	24145,69	29777,06	29887,34

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK

Rekomendacja	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Sprzedaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-15	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	442,10	424,90	329,80	189,10	284,00	318,00	496,00
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	24932,01	22719,61	29777,06	29311,53	35363,92

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kredyt Bank

Rekomendacja	Zawieszona	Sprzedaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23	2009-02-03	2009-03-05
kurs z dnia rekomendacji	11,80	10,93	6,70	5,98	4,90
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	24932,01	23908,36	22719,61

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

Rekomendacja	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-12
kurs z dnia rekomendacji	2,85	2,68	2,02	1,43	1,84	2,78	2,42
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61	24145,69	29777,06	29463,99

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao

Rekomendacja	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-13	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	134,90	123,00	104,10	81,70	123,60	118,00	137,50
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	23908,36	22719,61	29777,06	30162,14	35363,92

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

Rekomendacja	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-01-06	2009-01-12	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-19	2009-06-09	2009-08-05
kurs z dnia rekomendacji	36,55	34,33	20,65	28,40	26,97	25,25	32,60
WIG w dniu rekomendacji	28331,88	27680,04	22719,61	29777,06	29893,31	30835,06	35363,92