

**Banki**

Polska

2011 P/E ***12,9x****2011 P/BV *****1,44x****WIG Banki****5 723**

* średnia

Banki

W poszukiwaniu ekspozycji korporacyjnych

W naszym zaktualizowanym scenariuszu dla polskiego sektora bankowego uwzględniliśmy oczekiwane spowolnienie wzrostu PKB w Polsce do 3,2% w 2012 z 3,8% w 2011 oraz jedną obniżkę stopy referencyjnej na początku 2012 do 4,25%. W konsekwencji przy pogarszających się perspektywach dla dalszego dynamicznego przyrostu kredytów detalicznych w sektorze, wynikających również z wprowadzenia w życie zmian regulacyjnych oraz z utrzymującego się silnego CHF, zalecamy przeważanie banków z ekspozycją na bardziej wzrostowy segment korporacyjny oraz notowanych z wysokimi dywidendami. W konsekwencji utrzymujemy rekomendacje Kupuj dla ING BSK oraz PKO BP, zalecamy akumulowanie Pekao oraz Handlowego, a jedynie trzymanie Millennium oraz Getin Holdingu oraz redukcję pozycji w Kredyt Banku.

Kredyty korporacyjne głównym czynnikiem wzrostu w sektorze

Uważamy, że wejście w życie od początku 2012 nowych zaleceń rekomendacji S spowoduje spadek sprzedaży kredytów hipotecznych o 10% R/R w sektorze. Dodatkowo przy założeniu braku dalszej deprecjacji PLN względem CHF, tempo wzrostu kredytów hipotecznych spowolni znacząco w 2012 do 4% z 13% w tym roku (lub z 9% przy neutralnym wpływie kursów walut). W takim świetle, oczekiwany wzrost w kredytach korporacyjnych na poziomie 17% w tym roku i 11% w 2012 uważamy za bardzo atrakcyjny.

Obecny poziom kursu CHF nie zagraża współczynnikom wypłacalności...

Obliczyliśmy, że obecny kurs CHF PLN na poziomie 3,75 nie stanowi zagrożenia dla współczynników kapitałowych banków. W najmniej komfortowej sytuacji znajduje się Getin Noble Bank, którego margines dalszego osłabienia się PLN wynosi 27% (4,74). Z drugiej strony, współczynniki dla Pekao, Handlowego oraz ING BSK wytrzymają osłabienia się PLN nawet o ponad 400%.

... ale stanowi presję na marżę odsetkową oraz koszt ryzyka

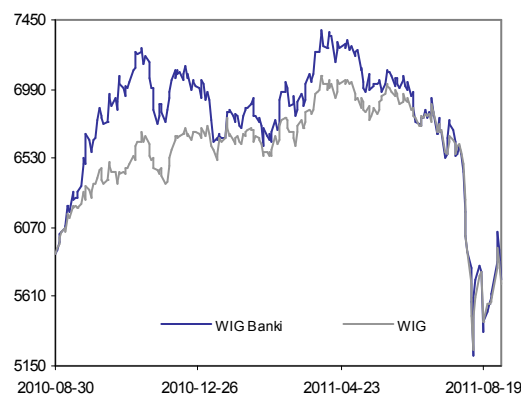
W naszej opinii, obecnie wysoki poziom CHF wpływa negatywnie na marżę odsetkową banków, które refinansują swój portfel walutowych kredytów hipotecznych na rynku swapów (przede wszystkim Millennium oraz Getin Noble Bank) oraz oznacza niekorzystny wpływ na jakość aktywów i koszt ryzyka w hipotekach. Naszym zdaniem, największe ryzyko generuje portfel kredytów sprzedanych w 2008 przy rekordowo niskim poziomie CHF. Szacujemy, że najbardziej agresywną politykę kredytową w tym okresie miał Getin, Kredyt Bank oraz Millennium. Dodatkowo w przypadku dwóch ostatnich, udział kredytów sprzedanych w 2008 w obecnym portfelu kredytów hipotecznych wynosi znacznie więcej niż średnia rynkowa, odpowiednio ok. 40% i 30% względem ok. 20-25% dla sektora.

	Cena (PLN)*	9M TP (PLN)	Zmiana (%)
Getin Holding	8,65	9,3	7,5
Handlowy	64,35	72,0	11,9
ING BSK	731,50	900	23,0
Kredyt Bank	14,40	13,1	-9,0
Millennium	4,49	4,80	6,9
Pekao	142,10	160,0	12,6
PKO BP	34,54	41,0	18,7

* ceny zamknięcia z 2 września 2011

	9M TP (PLN)	Rekomendacja
Getin Holding	9,3	Trzymaj
Handlowy	72,0	Akumuluj
ING BSK	900	Kupuj
Kredyt Bank	13,1	Redukuj
Millennium	4,80	Trzymaj
Pekao	160,0	Akumuluj
PKO BP	41,0	Kupuj

Kurs indeksu WIG Banki na tle WIG

**Iza Rokicka**

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

	2011P (x)	2012P (x)	2011P (x)	2012P (x)	2011P (%)	2012P (%)
	P/E*	P/E*	P/BV	P/BV	ROE	ROE
Getin Holding	18,1	10,4	1,15	1,03	19,7	10,9
Handlowy	12,5	11,6	1,31	1,30	10,4	11,2
ING BSK	10,6	9,6	1,49	1,35	15,0	14,7
Kredyt Bank	13,2	11,2	1,26	1,14	12,2	10,7
Millennium	11,6	10,6	1,24	1,16	11,1	11,3
Pekao	13,1	12,5	1,75	1,68	13,7	13,8
PKO BP	11,2	10,5	1,90	1,74	17,6	17,2
Średnia	12,9	10,9	1,44	1,34	11,7	11,4

* zysk netto skorygowany o wpływ transakcji jednorazowych

Wpływ zmienności kursów walut

Ekspozycje walutowe banków

Walutowe kredyty hipoteczne jako potencjalnie problematyczne (walutowe) ekspozycje bilansowe banków

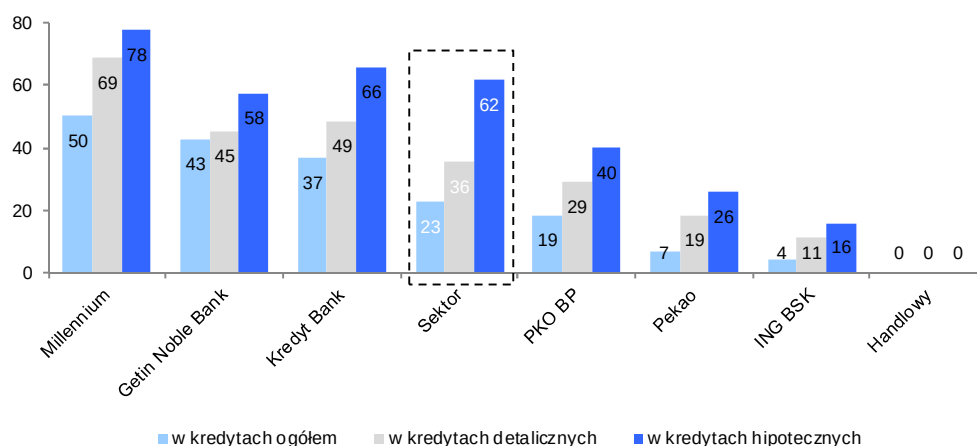
W naszej opinii główną potencjalnie problematyczną ekspozycją walutową w aktywach banków są walutowe kredyty hipoteczne. Chociaż kredyty korporacyjne również w znacznej części są walutowe (ok. 24% kredytów korporacyjnych ogółem na koniec czerwca 2011), naszym zdaniem nie stanowią one potencjalnego problemu dla banków. Przedsiębiorstwa, które zaciągnęły taki kredyt z reguły mają naturalne zabezpieczenie wobec zmienności kursów walutowych w postaci walutowych przepływów pieniężnych.

Millennium, Getin Noble Bank i Kredyt Bank mają większy udział walutowych kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym niż średnio sektor

Na koniec 2Q 2011 Millennium, Getin Noble Bank oraz Kredyt Bank miały większy udział walutowych kredytów hipotecznych w kredytach ogółem niż średnia w sektorze, odpowiednio 50%, 43% oraz 37% względem 23% dla rynku. Zwracamy uwagę na Getin Noble Bank, który chociaż ma wysoki udział walutowych kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym ogółem, pod względem samej struktury kredytów hipotecznych, udział kredytów złotówkowych jest większy niż średnio w sektorze.

Z drugiej strony, udział walutowych kredytów hipotecznych w kredytach ogółem jest mniejszy niż średnia w sektorze dla PKO BP (19%), Pekao (7%), ING BSK (4%) oraz Handlowego (0%). Zwracamy uwagę, że Handlowy nigdy nie sprzedawał walutowych kredytów hipotecznych, cały portfel Pekao został „odziedziczony” po przejęciu BPH (wszystkie udzielone przed 2006), a ING BSK sprzedawał takie kredyty tylko między 2Q i 4Q 2008.

Udział walutowych kredytów hipotecznych (2Q 2011,%)



Źródło: Banki, NBP, DI BRE

Millennium, Getin Noble Bank oraz PKO BP w największym stopniu finansują się na rynku swapów walutowych...

W celu zidentyfikowania sposobu finansowania kredytów walutowych (głównie hipotecznych), porównujemy zobowiązania i aktywa poszczególnych banków w podziale na poszczególne waluty (PLN, CHF, EUR, USD oraz GBP). Nominalna wartość ujemna tej różnicy oznacza, że bank ma nadwyżkę aktywów nad zobowiązaniami w danej walucie, czyli żeby „domknąć” daną ekspozycję walutową posiłkuje się rynkiem swapów walutowych. Z naszej analizy wynika, że przede wszystkim Millennium, Getin Noble Bank oraz PKO BP mają krótką pozycję w FX, z czego przeważająca większość stanowi pozycja w CHF.

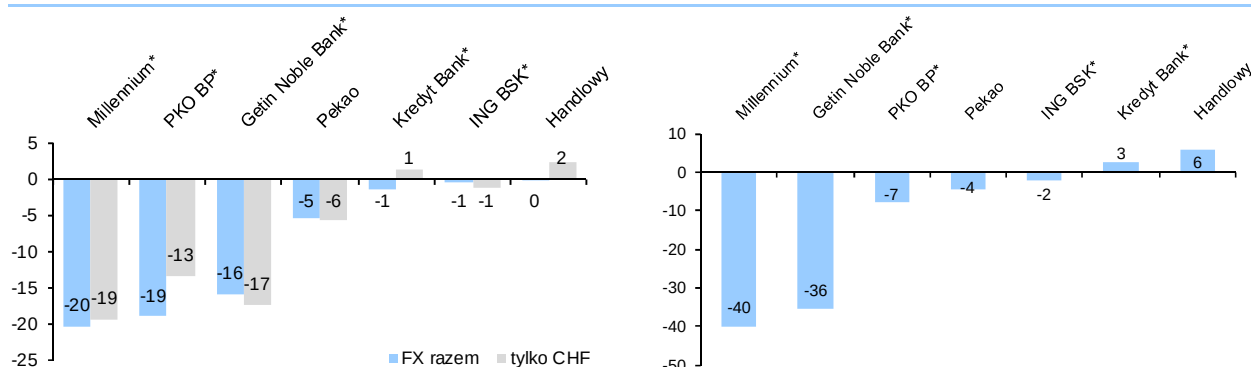
... ale tylko dla Millennium oraz Getin Noble Banku jest znacząca część bilansu

Chociaż nominalna krótka pozycja PKO BP w walutach obcych jest porównywalna z tą Millennium czy Getin Noble Banku, uwzględniając skalę działalności poszczególnych banków (czyli odnosząc nominalną krótką pozycję do aktywów ogółem), uzależnienie PKO BP od rynku swapów walutowych jest znacznie mniejsze. Na koniec 2Q 2011 luka walutowa PKO BP to tylko 7% bilansu banku, podczas gdy dla Millennium i Getin Noble Banku jest to aż 40% i 36% aktywów, odpowiednio.

Szacowane niedopasowanie walutowe aktywów i zobowiązań (różnica między zobowiązaniami i aktywami walutowymi) (2Q 2011)...

...nominalnie (mld PLN) oraz ...

...jako % aktywów ogółem



Źródło: Banki, DI BRE, * Szacunki na podstawie danych za 4Q 2010; dodatkowo PKO BP skorygowane o przeprowadzone w 2011 emisje euroobligacji

Kredyt Bank finansuje portfel kredytów walutowych przez pożyczki bezpośrednie

Wśród banków przez nas analizowanych, Kredyt Bank zajmuje szczególną pozycję. Choć ma więcej walutowych kredytów hipotecznych niż średnio sektor, jego bilans pod kątem struktury walutowej jest zrównoważony (czyli nie korzysta z rynku swapów). Finansuje on swoje aktywa walutowe bezpośrednimi pożyczkami od spółki-matki, KBC. Uważamy, że w przypadku jeżeli zostanie sprzedany, nowy właściciel najprawdopodobniej będzie musiał wymienić 9,2 mld PLN pożyczek od KBC zdenominowanych w CHF.

Oslabienie PLN oznacza...

...presję na wskaźniki kapitałowe

...wpływa niekorzystnie na marżę odsetkową

...zakłóca wynik handlowy

...może wpłynąć niekorzystnie na jakość aktywów i koszt ryzyka w hipotekach.

Oslabienie PLN oznacza presję na wskaźniki kapitałowe banków

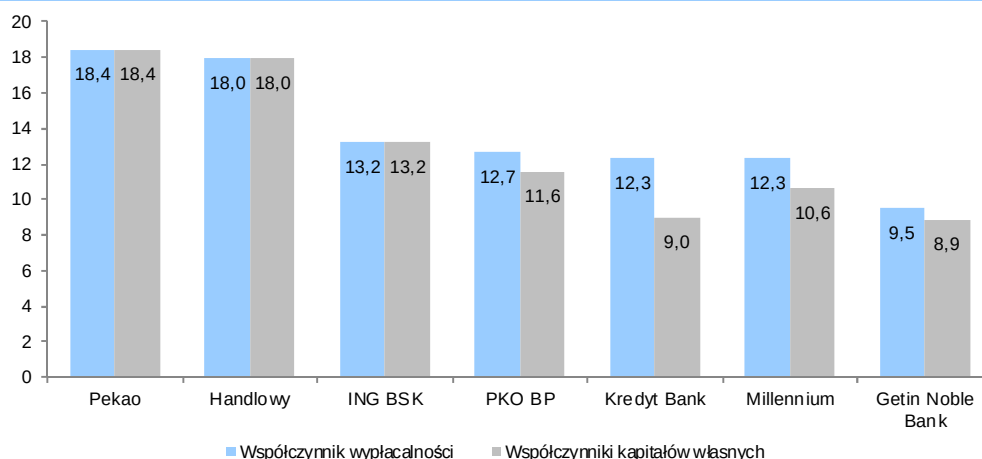
Zdefiniowaliśmy punkt startowy

Dokonaliśmy szacunkowego wpływu zmienności kursów walutowych na poziom współczynnika wypłacalności oraz współczynnika kapitałów własnych przyjmując następujące założenia:

1. Przyjęliśmy szacunkową strukturę walutową aktywów ogółem za 2Q 2011 jako strukturę walutową aktywów ważonych ryzykiem;
2. Uwzględniliśmy strukturę walutową długu podporządkowanego;
3. Uwzględniliśmy szacowany wpływ podwyższenia wagi ryzyka (z 75% do 100%) dla detalicznych kredytów walutowych, która będzie obowiązywała od 30 czerwca 2012;
4. Uwzględniliśmy emisję 250 mln PLN długu podporządkowanego przez Getin Noble Bank, która została już zaakceptowana przez KNF;
5. Zaliczyliśmy na poczet kapitałów regulacyjnych oraz kapitałów pierwszej kategorii proporcjonalną część zysku jednostkowego za 1H 2011 zgodnie z oczekiwaną stopą wypłaty dywidendy za 2011;
6. Założyliśmy, że żaden z banków nie wygeneruje straty netto w żadnym z kwartałów 2H 2011.

Punkt startowy dla naszej analizy wrażliwości, czyli wartość współczynnika wypłacalności oraz współczynnika kapitałów własnych za 2Q 2011 skorygowanych o powyższe elementy jest zaprezentowany na wykresie poniżej.

Skorygowane* poziomy współczynnika wypłacalności oraz kapitałów własnych (2Q 2011, %)



Źródło: Banki, DI BRE, * Zgodnie z opisem w tekście powyżej

Rozpatrujemy dwa scenariusze - minima regulacyjne

W naszej analizie wrażliwości wskaźników kapitałowych na zmienność kursów walutowych skupiliśmy się na dwóch scenariuszach. Oba stanowią regulacyjne minima: 1) współczynnik wypłacalności na poziomie 8% oraz 2) współczynnik kapitałów własnych na poziomie 6% (maksymalna wartość długu podporządkowana to równowartość 50% kapitałów pierwszej kategorii).

Analiza wrażliwości wskaźników kapitałowych na osłabienie się PLN względem koszyka walut

	PKO BP	Pekao	Getin Noble Bank	Millennium	Handlowy	ING BSK	Kredyt Bank
Współczynnik wypłacalności na poziomie 8%							
Skala proporcjonalnej deprecjacji PLN (%)*	231	722	27	130	619	412	2 150
implikowany kurs CHF PLN	12,40	30,80	4,74	8,62	26,94	19,18	84,30
implikowany kurs EUR PLN	13,80	34,27	5,27	9,59	29,97	21,34	93,80
implikowany kurs USD PLN	9,69	24,07	3,70	6,73	21,05	14,99	65,87
Współczynnik kapitałów własnych na poziomie 6%							
Skala proporcjonalnej deprecjacji PLN (%)*	377	1 151	83	121	994	764	107
implikowany kurs CHF PLN	17,87	46,88	6,87	8,26	41,00	32,37	7,77
implikowany kurs EUR PLN	19,88	52,16	7,64	9,19	45,61	36,02	8,65
implikowany kurs USD PLN	13,96	36,63	5,37	6,46	32,04	25,30	6,07
Podsumowanie: Niższy poziom z współczynnik wypłacalności na 8% lub kapitałów własnych na 6%							
Skala proporcjonalnej deprecjacji PLN (%)*	231	722	27	121	619	412	107
implikowany kurs CHF PLN	12,40	30,80	4,74	8,26	26,94	19,18	7,77
implikowany kurs EUR PLN	13,80	34,27	5,27	9,19	29,97	21,34	8,65
implikowany kurs USD PLN	9,69	24,07	3,70	6,46	21,05	14,99	6,07

Źródło: Banki, szacunki DI BRE; * względem poziomów z 2 września 2011

Getin Noble Bank, Kredyt Bank oraz Millennium najmniej odporni na osłabienie się PLN, ale margines bezpieczeństwa wynosi odpowiednio 27%, 107% i 121%

Z naszej analizy wrażliwości wynika, że Getin Noble Bank, Kredyt Bank oraz Millennium są najmniej odporni na osłabienie się PLN względem koszyka walut. W przypadku Getin Noble Bank, przy deprecjacji PLN o 27% z obecnych poziomów (czyli np. wzrost kursu CHFPLN z 3,75 do 4,74) współczynnik wypłacalności spada do 8%. W przypadku Kredyt Banku i Millennium, bardziej wrażliwy na zmienność kursów walutowych jest współczynnik kapitałów własnych (ponieważ banki posiadają dług podporządkowany w walutach obcych, który stanowi swojego rodzaju zabezpieczenie przed zmiennością kursów walut). Margines bezpieczeństwa

dla nich wynosi odpowiednio 107% i 121% od obecnych poziomów, zanim współczynnik kapitałów własnych obniży się do 6%.

Margines bezpieczeństwa dla Pekao, Handlowy i ING BSK to ponad 400%

Najbardziej odporne na zmienność kursów walutowych są Pekao, Handlowy i ING BSK. Są to banki, które nie tylko mają najwyższy poziom współczynników kapitałowych jako punkt startowy, ale również najmniejszy udział walutowych kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym. Margines bezpieczeństwa dla nich wynosi odpowiednio 722%, 619% oraz 412% od obecnych poziomów.

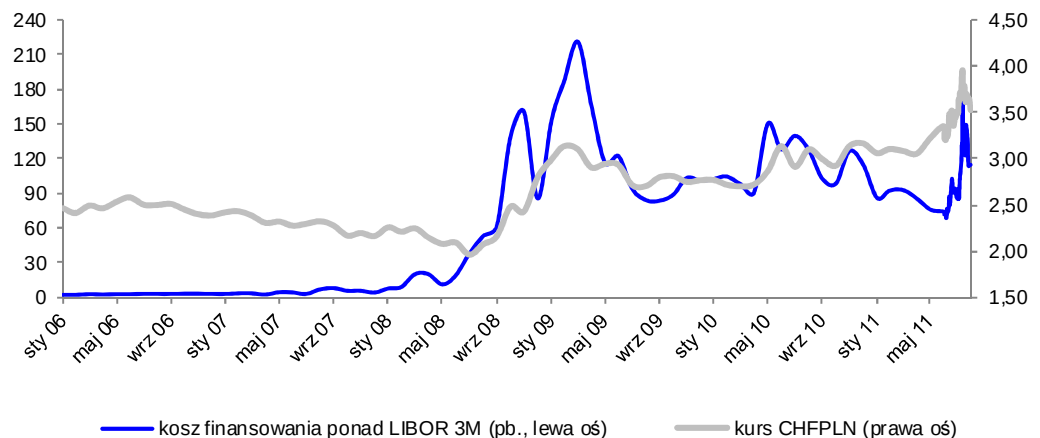
Oslabienie PLN wpływa niekorzystnie na marżę odsetkową...

Koszt finansowanie w walutach obcych istotny tylko dla Millennium i Getin'a

Deprecjacja PLN wpływa niekorzystnie na poziom marży depozytowej (a przez to na marżę odsetkową) poprzez dwa kanały: 1) koszt finansowania w walucie obcej oraz 2) koszt finansowania w PLN.

Jak zaprezentowano na wykresie poniżej, historycznie widać znacząco korelację między kursem CHFPLN a kosztem finansowania w CHF. Im wyższy kurs walutowy, tym wyższy koszt finansowania. Szacujemy, że na koniec 2Q 2011 koszt finansowania wynosił ok. 75pb. przy kursie 3,30. Obecnie notowania Reuters'a wskazują na koszt finansowania na poziomie 115pb.

Koszt finansowania w CHF na tle kursu CHFPLN

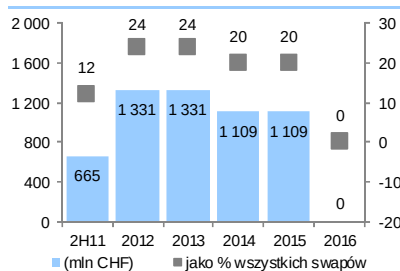


Źródło: Reuters

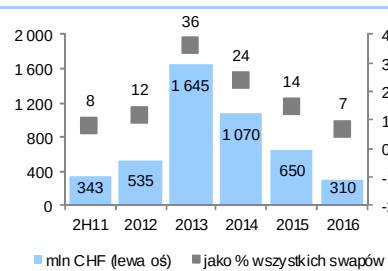
Zwracamy uwagę, że negatywne konsekwencje wyższego kosztu finansowania w walucie obcej wpływa tylko na banki, które efektywnie finansują się na rynku swapów, czyli wśród banków przez nas analizowanych jest to przede wszystkim na Getin Noble Bank oraz Millennium. Ponadto, spółka poniesie ten wyższy koszt finansowania tylko jeżeli będzie musiała odnowić wygasającego swapa przy tym wysokim kursie. Na wykresach poniżej prezentujemy profile zapadania transakcji CIRS dla CHF.

Profil terminowy zapadania transakcji CHF CIRS

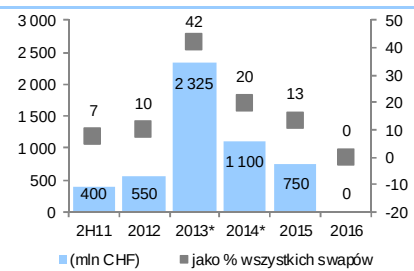
Millennium*



Getin Noble Bank



PKO BP



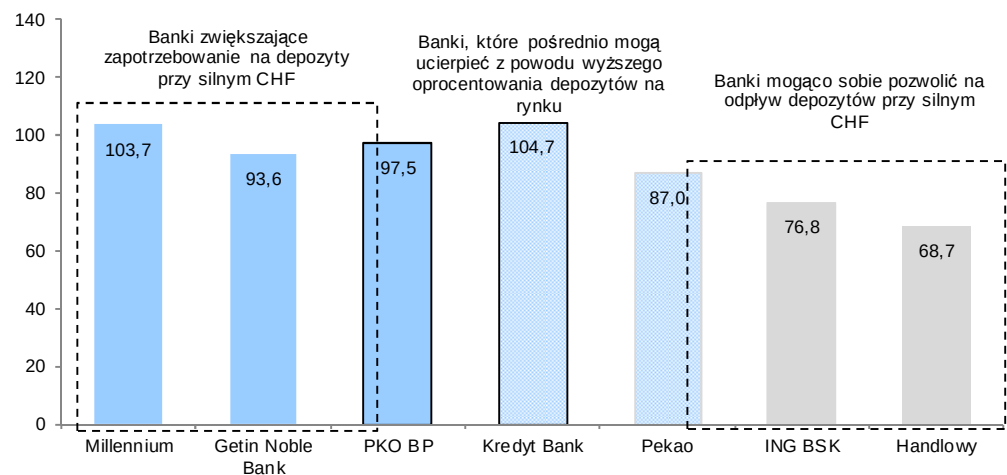
Źródło: Getin Noble Bank, PKO BP; * szacunki DI BRE

W przypadku Getin Noble Banku oraz PKO BP gro transakcji zapada dopiero w 2013, odpowiednio 36% i 42% portfela swapów. Potrzeby pożyczkowe na 2H 2011 są znacznie mniejsze, 8% dla Getinu i 7% dla PKO BP (z czego ponad połowa została już zrefinansowana przez emisję euroobligacji zdenominowanych w CHF). Zarząd Millennium poinformował, że ok. 60% swapów zapada równomiernie w przeciągu następnego 2,5 roku (czyli do końca 2013). Oznacza to, że potrzeby pożyczkowe Millennium do końca 2012 są ok. 2,0-2,5x większe niż potrzeby Getin Noble Banku.

Wyższy koszt finansowanie w PLN może dotyczyć wszystkich, ale najmniej ING BSK i Handlowego

Wraz z osłabianiem się PLN, banki finansujące się na rynku swapów potrzebują więcej bezpośredniego finansowania w PLN aby utrzymać swoją poduszkę płynnościową. W konsekwencji bardziej agresywnie pozyskują nowe oszczędności z rynku oferując coraz wyższe oprocentowanie depozytów (kosztem swojej marży depozytowej). Z drugiej strony, banki, które mają bardzo wysoką płynność bilansu, takie jak Handlowy czy ING BSK, mogą sobie pozwolić na pozostawienie oprocentowania depozytów na niezmiennym poziomie (utrzymują marżę depozytową) i w konsekwencji na odpływ oszczędności. W końcu, banki o zrównoważonej płynności bilansu (PKO BP, Pekao oraz Kredyt Bank) mogą pośrednio ucierpieć na wyższym średnim rynkowym oprocentowaniu depozytów, ponieważ będą musiały wybierać między negatywnym efektem presji na marżę odsetkową a odpływem depozytów.

Wskaźnik kredyty/depozytów (2Q 2011, %)



Źródło: Banki, DI BRE

Oslabienie PLN zakłóca wynik handlowy oraz ...

Skala oraz kierunek wpływu trudny do oszacowania

Według generalnej zasady wycena swapów do rynku (tzw. *mark-to-market*) jest uzależniona od dwóch przeciwstawnych czynników, cen swapów oraz kursów walut. Zarówno Millennium, Getin Noble Bank jak i PKO BP stosują rachunkowość zabezpieczeń. Oznacza to, że wycena do rynku swapów, które spełniają wymogi tejże rachunkowości, jest odnoszona bezpośrednio w kapitały na bazie kwartalnej. Wycena pozostałej (często zmiennej) części swapów jest odnoszona w wynik handlowy, czyli w wynik na instrumentach pochodnych i/lub w wynik z tytułu wymiany.

Oslabienie PLN może wpływać niekorzystnie na jakość aktywów i koszt ryzyka w hipotekach

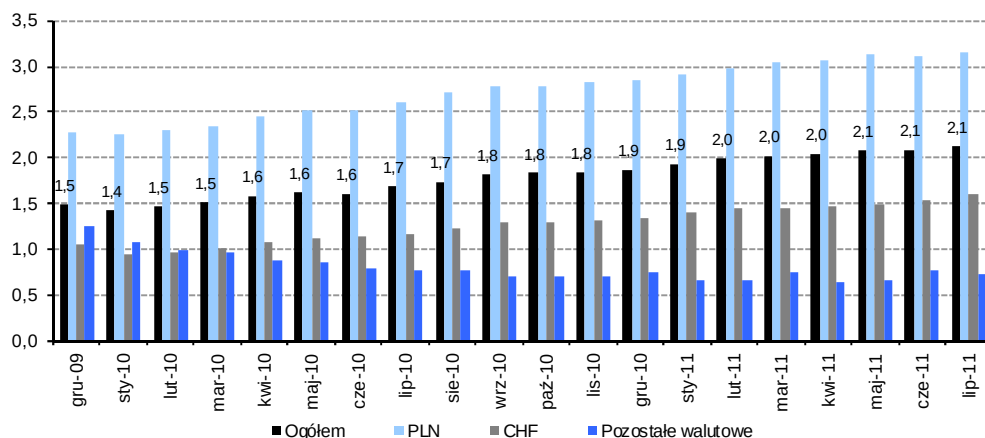
Jakość kredytów hipotecznych będzie się nadal pogarszać z 2,1% obecnie

Udział kredytów z utratą wartości dla kredytów hipotecznych powiększył się w lipcu 2011 do 2,10% z 1,85% na koniec 2010 (2,00% na koniec marca 2011), przy czym pogarsza się jakość kredytów zarówno denominowanych w PLN jak i w CHF. Nadal utrzymuje się w sektorze sytuacja, w której jakość kredytów hipotecznych w walutach obcych jest wyższa niż w PLN. Jak wskazuje NBP w swoim ostatnim raporcie nt. stabilności sektora bankowego może to wynikać z faktu przewalutowania kredytów walutowych na złote po wystąpieniu istotnych opóźnień w spłacie lub innych przesłanek utraty wartości. W naszej opinii, banki decydują się na takie przewalutowanie w ostateczności, czyli po tym jak próby restrukturyzacji kredytu nie

przyniosły pożądaných efektów (czyli np. w momencie wystawienia bankowego tytułu egzekucyjnego).

W naszej opinii, ogólna jakość kredytów hipotecznych będzie nadal się pogarszać mając na uwadze fakt, że kredyty pozostają nadal relatywnie młode względem okresu na jaki zostały udzielone. Prognozujemy, że udział kredytów z utratą wartości wzrośnie do 2,3% na koniec 2011, 2,6% na koniec 2012 oraz 2,9% na koniec 2013.

Kredyty hipoteczne: Udział kredytów z utratą wartości (%)

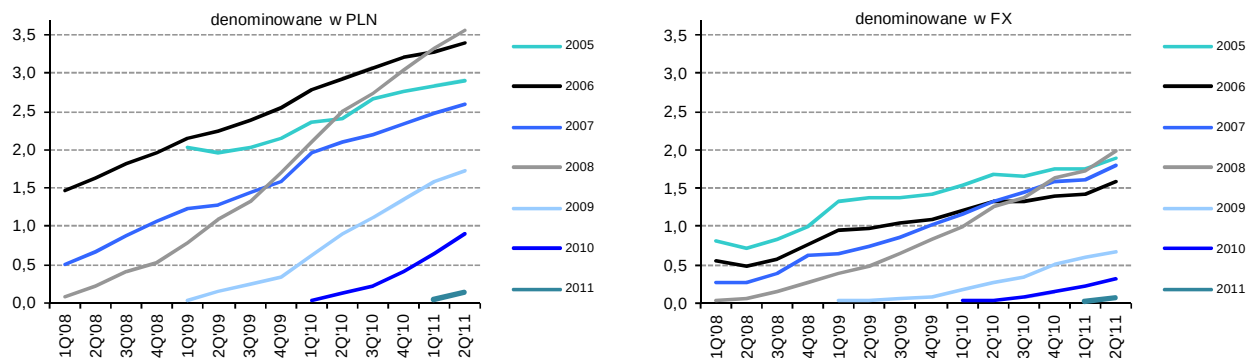


Źródło: NBP

Kredyty udzielone w 2008 psują się najszybciej

Z danych przekazanych przez BIK nt. odsetka kredytów hipotecznych z opóźnieniem w spłacie powyżej 30 dni udzielonych w poszczególnych latach wynika, że jakość kredytów różni się nie tylko w podziale na waluty, ale również w zależności od tego w którym roku kredyt został udzielony. Z poniższych wykresów jednoznacznie wynika, że kredyty udzielone w 2008 (zarówno walutowe jak i złotowe) zachowują się statystycznie najgorzej („psują” się szybciej, co jest zaprezentowane przez najostrzejszy kąt nachylenia krzywej). W konsekwencji można by oczekiwać, że te kredyty są obecnie źródłem największej ilości odpisów na ryzyko kredytowe w sektorze.

Odsetek kredytów hipotecznych z opóźnieniem w spłacie większym niż 30 dni udzielonych w poszczególnych latach według obserwacji w kolejnych kwartałach (%)

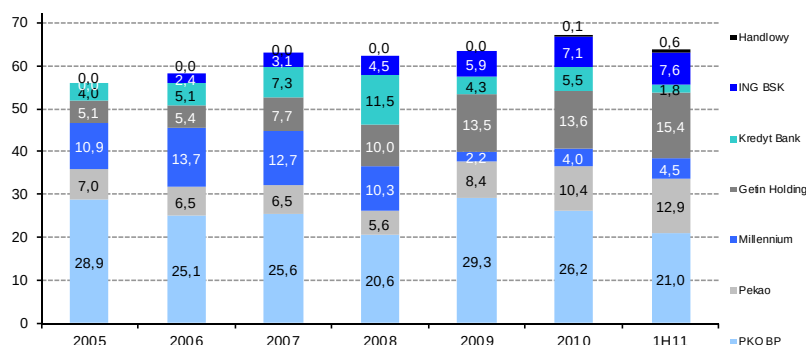


Źródło: BIK, DI BRE

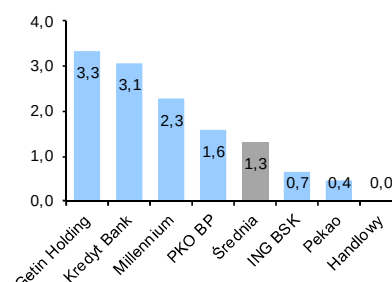
Getin, Kredyt Bank oraz Millennium narażone na ryzyko zwiększonych odpisów

W celu zidentyfikowania banków, które są narażone na zwiększone koszty ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych ze względu na agresywne działania sprzedażowe w 2008 sprawdziliśmy które podmioty miały udział w sprzedaży hipotek znacząco większy niż tzw. naturalny udział rynkowy (mierzony udziałem w aktywach ogółem) w tamtym okresie. Obliczyliśmy, że w przypadku Getin Holdingu, Kredyt Banku, Millennium oraz PKO BP stosunek udziału rynkowego w sprzedaży hipotek do udziału rynkowego w aktywach wynosi odpowiednio 3,3x, 3,1x, 2,3x oraz 1,6x, czyli więcej niż średnia dla banków przez nas analizowanych (1,3x).

Szacowane udziały rynkowe w sprzedaży kredytów hipotecznych (%)



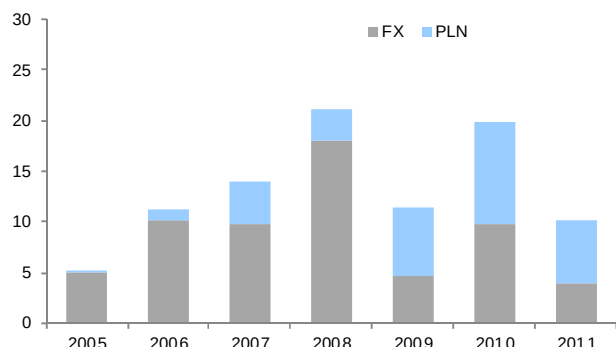
Agresywność sprzedaży kredytów hipotecznych w 2008 (x)



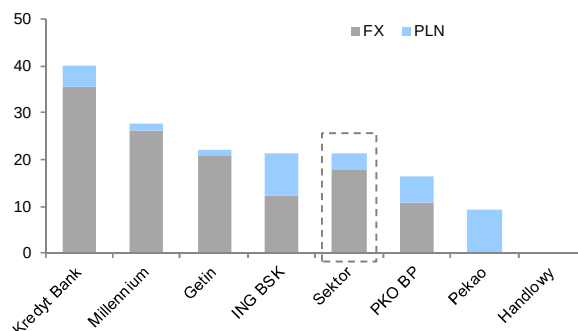
Źródło: Banki, szacunki DI BRE; * mierzona jako udział rynkowy w sprzedaży kredytów hipotecznych w stosunku do udziału rynkowego w aktywach

W kolejnym kroku, analizujemy na ile portfel kredytów sprzedanych w 2008 jest istotny w obecnej strukturze portfela kredytów hipotecznych. Oszacowaliśmy, że obecnie ok. 20-25% obecnego portfela kredytów hipotecznych w sektorze stanowią kredyty udzielone w 2008, z czego ok. 85% stanowią kredyty denominowane w walutach obcych. Według naszych szacunków, kredyty hipoteczne sprzedane w 2008 mają większą wagę w bilansach Kredyt Banku, Millennium i Getinie niż wynosi średnia dla sektora.

Szacowana struktura portfela kredytów hipotecznych w sektorze w przekroju według roku udzielenia kredytu (2Q 2011, %)



Szacowany udział kredytów hipotecznych udzielonych w 2008 w portfelu kredytów hipotecznych (2Q 2011, %)



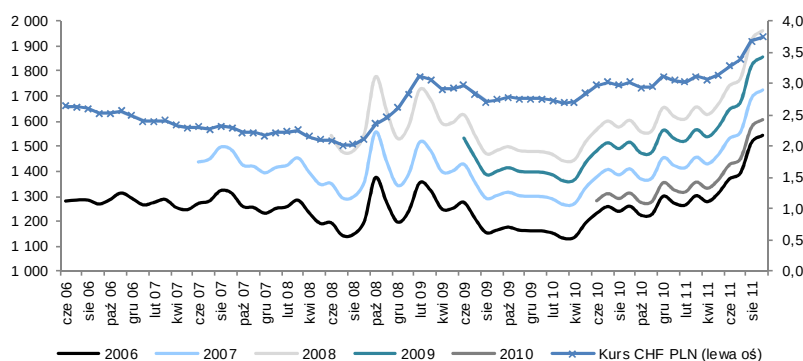
Źródło: NBP, ZBP, banki, szacunki DI BRE

Od początku roku, skala wzrostu raty kredytowej dla kredytów w CHF jest proporcjonalna do skali osłabienia się PLN

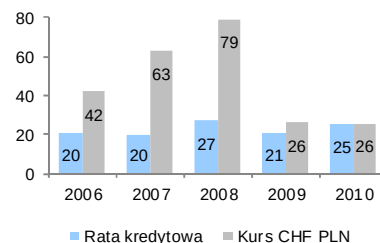
Wraz z osłabieniem się PLN względem CHF jakie miało miejsce od początku roku, wzrosły również raty kredytowe dla kredytów hipotecznych denominowanych w CHF. W przeciwieństwie do sytuacji z 2007 i 2008 kiedy umocnieniu CHF towarzyszył spadek rynkowych stóp procentowych dla CHF, od początku 2011 wartość raty kredytu rosła proporcjonalnie do skali umocnienia się CHF. W konsekwencji pojawiła się obawa czy obecny wysoki kurs CHFPLN nie przełoży się na jakość portfela kredytów hipotecznych denominowanych w FX (głównie w CHF).

W naszej opinii banki w takiej sytuacji mogą podjąć pro-aktywne działania restrukturyzacyjne, które będą zmierzały do obniżenia wartości miesięcznej raty, tymczasowo poprzez pobieranie przez pewien okres tylko raty odsetkowej lub/i na stałe poprzez wydłużenie okresu spłacania kredytu. Zwracamy uwagę, że takie działania restrukturyzacyjne najprawdopodobniej nie znajdą odzwierciedlenia w raportowanych wskaźnikach nt. jakości portfela kredytów hipotecznych, ponieważ w przeważającej liczbie banków przez nas analizowanych restrukturyzacja kredytu hipotecznego nie jest uznawana za przesłankę utraty wartości.

Wartość miesięcznej raty dla kredytu hipotecznego* (PLN, lewa oś) na tle kursu CHFPLN (prawa oś) w przekroju według roku udzielenia kredytu



Wzrost wartości raty kredytu oraz kursu CHFPLN: obecna vs. w momencie udzielenia (%)



Źródło: Bloomberg, NBP, szacunki DI BRE; * kredyt na 30 lat w CHF o wartości 300 tys. PLN udzielony w czerwcu po średnim kursie walutowym w danym miesiącu spłacany w równych ratach stałych

Symulacja zmiany sytuacji finansowej modelowego gospodarstwa domowego pod wpływem zmiany wartości raty kredytowej

W celu zobrazowania jak uległa zmianie sytuacja finansowa modelowego gospodarstwa domowego na przestrzeni ostatnich kilku lat w zależności od tego w którym momencie i w jakiej walucie zaciągnęła kredyt hipoteczny, przyjęliśmy założenia zaprezentowane w tabeli poniżej. W założeniach oparliśmy się na dostępnych danych rynkowych (średnich) zakładając dodatkowo, że w gospodarstwie domowym są trzy osoby, z czego dwie pracują. Kredyt został udzielony na 30 lat i jest spłacany w równych ratach miesięcznych.

Założenia do symulacji

	2006	2007	2008	2009	2010	obecnie*
Średnia wartość kredytu (FX + PLN) (tys. PLN)	139 140	187 290	205 180	202 448	205 954	x
Średnia wartość kredytu w FX (tys. PLN)	162 160	223 660	258 820	310 061	331 787	x
Średnia wartość kredytu w PLN (tys. PLN)	103 190	170 270	145 940	185 460	179 651	x
Średni kurs CHF PLN w czerwcu	2,64	2,30	2,09	2,98	2,98	3,75
Liczba lat na jaki został udzielony kredyt*	30	30	30	30	30	X
Liczba członków rodziny*	3	3	3	3	3	3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w przemyśle (PLN)	2 649	2 893	3 185	3 325	3 435	3 593
Przeciętne wynagrodzenie netto w przemyśle* (PLN)	1 854	2 025	2 229	2 327	2 404	2 515
Wydatki na osobę w gospodarstwie domowym (PLN)	745	810	904	957	991	1 041
Wartość kredytu / Wartość zabezpieczenia (LTV) (%)	64	64	64	62	69	X
Zmiana R/R ceny m2 mieszkania (%)	x	17,7	8,3	-4,8	-7,1	-1,0

Źródło: GUS, Amron, Bloomberg, NBP, redNet Consulting, * szacunki DI BRE

Wnioski z symulacji dla kredytów złotych

- Wartość obecnej miesięcznej raty kredytu spadała jedynie dla kredytu udzielonego w 2008 (o 17% względem pierwszej raty) w wyniku spadku rynkowych stóp procentowych. Dla kredytów udzielonych w pozostałych latach obecna rata wzrosła w przedziale 1-9%.
- Wartość wskaźnika LTV wzrosła powyżej pierwotnego poziomu dla wszystkich kredytów poza tym udzielonym w 2006 pomimo stopniowej amortyzacji wartości kredytu. Wynika to ze skumulowanego spadku wartości zabezpieczenia. Największy przyrost wskaźnika LTV nastąpił w przypadku kredytów zaciągniętych w 2008 i w 2009 (ok. 17p.p.) i kształtuje się obecnie ok. 80%.
- Rata kredytu obecnie wynosi średnio 13-25% dochodu netto gospodarstwa domowego i jej udział w strukturze dochodu netto obniżył się o 2-6p.p. od momentu zaciągnięcia kredytu. Wynika to z większego przyrostu dochodu netto modelowego gospodarstwa domowego niż wzrost wartości raty.
- Przepływ netto (lub bufor dochodowy, czyli dochód gospodarstwa domowego pozostający do dyspozycji po poniesieniu kosztów utrzymania oraz zapłaceniu raty kredytu) obniżył się tylko w przypadku gospodarstwa domowego, które zaciągnęło kredyt w 2010 (o 4%).
- Przepływ netto w stosunku do wynagrodzenia netto kształtuje się na poziomie 13-25%. W konsekwencji, jeżeli początkowa wartość raty kredytu nie przekraczała 38-

40% dochodu gospodarstwa domowego netto, modelowe gospodarstwo domowe jest w stanie nadal obsługiwać kredyt bez presji na poziom wydatków na utrzymanie.

Wyniki symulacji dla kredytów złotych

(PLN)	Rok udzielenia kredytu				
	2006	2007	2008	2009	2010
Rata w momencie udzielania kredytu	596	1 007	1 072	1 264	1 157
Rata obecnie	630	1 029	889	1 275	1 259
<i>różnica (%)</i>	6	2	-17	1	9
Wartość kredytu w momencie udzielania kredytu	103 190	170 270	145 940	185 460	179 651
Wartość kredytu obecnie	95 765	160 636	139 708	180 850	177 328
<i>różnica (%)</i>	-7	-6	-4	-2	-1
Wartość zabezpieczenia w momencie udzielania kredytu	103 190	170 270	145 940	185 460	179 651
LTV w momencie udzielania kredytu	64	64	64	62	69
Wartość zabezpieczenia obecnie	160 818	218 391	171 649	228 601	237 163
LTV obecnie	60	74	81	79	75
Wynagrodzenie netto w momencie udzielania kredytu	3 708	4 050	4 459	4 655	4 808
Wynagrodzenie netto obecnie	5 030	5 030	5 030	5 030	5 030
<i>różnica (%)</i>	36	24	13	8	5
Wydatki w momencie udzielania kredytu	2 234	2 430	2 713	2 870	2 974
jako % wynagrodzenia netto	60	60	61	62	62
Wydatki obecnie	3 124	3 124	3 124	3 124	3 124
jako % wynagrodzenia netto	62	62	62	62	62
<i>różnica w wydatkach (%)</i>	40	29	15	9	5
Rata kredytowa w momencie udzielania kredytu	596	1 007	1 072	1 264	1 157
jako % wynagrodzenia netto	16	25	24	27	24
Rata kredytowa obecnie	630	1 029	889	1 275	1 259
jako % wynagrodzenia netto	13	20	18	25	25
<i>różnica w racie kredytowej (%)</i>	6	2	-17	1	9
Przepływ netto (bufor dochodowy) w momencie udzielania kredytu	878	613	674	521	677
jako % wynagrodzenia netto	24	15	15	11	14
Przepływ netto (bufor dochodowy) obecnie	1 276	877	1 017	631	647
jako % wynagrodzenia netto	25	17	20	13	13
<i>różnica w przepływie netto (%)</i>	45	43	51	21	-4

Źródło: szacunki DI BRE

- **Wnioski:** Jakość kredytów hipotecznych złotych jest funkcją rynku pracy (a przede wszystkim poziomu bezrobocia lub/i zatrudnienia), a w dalszej kolejności poziomu rynkowych stóp procentowych oraz rozwoju cen nieruchomości (zabezpieczenia kredytu).

Wnioski z symulacji dla kredytów denominowanych w CHF

- Wartość obecnej raty kapitałowej wzrosła względem pierwszej raty dla wszystkich kredytów udzielonych w latach 2006-2010 w przedziale 20-27%. W największym stopniu wzrosła rata kredytów udzielonych w 2008 i 2010, odpowiednio o 27% i 25%.
- Pomimo amortyzacji wartości kredytu wyrażonej w CHF, wartość kredytu wyrażona w PLN zwiększyła się znacząco dla wszystkich kredytów udzielonych w latach 2006-2010 w przedziale 21-65%. Większy wzrost wartości kredytu w PLN niż wartością raty wynika z faktu, że w 2007 i 2008 wraz z aprecjacją CHF nastąpił spadek rynkowych stóp procentowych dla CHF, co miało łagodzący wpływ na wartość miesięcznej raty.
- Wraz ze wzrostem wartości kredytu wyrażonej w PLN i spadkiem cen mieszkań, nastąpił znaczący wzrost wskaźnika LTV w przedziale 16-76p.p. względem pierwotnego poziomu. Największy przyrost miał miejsce w przypadku kredytów udzielonych w 2007 i 2008. Dodatkowo dla tych roczników nominalny poziom wskaźnika przekroczył 100%, wynosi on obecnie odpowiednio 114% i 141%.
- Udział raty kredytowej w dochodzie netto gospodarstwa domowego kształtuje się obecnie na poziomie 17% (dla 2006) – 38% (dla 2009) względem 19% (dla 2006) –

34% (dla 2009). Udział ten zwiększył się dla kredytów udzielonych w 2008 (+4p.p.), 2009 (+4p.p.) oraz 2010 (+6p.p.).

- Przy obecnym kursie CHFPLN 3,75 bufor dochodowy pogorszył się dla kredytów udzielonych w latach 2008-2010, przy czym dla kredytu z 2009 obecnym przepływ netto w stosunku do dochodu netto wynosi 0% (-13 PLN) względem 4% pierwotnie (+201 PLN).
- Szacujemy, że jeżeli początkowa wartość raty kredytu przekroczyła poziom 40% dochodów netto, takie gospodarstwo domowe może mieć problemy ze spłacalnością kredytu.

Wyniki symulacji dla kredytów denominowanych w CHF

(PLN)	Rok udzielenia kredytu				
	2006	2007	2008	2009	2010
Rata w momencie udzielania kredytu	693	1 072	1 331	1 584	1 419
Rata obecnie	834	1 286	1 692	1 919	1 776
różnica (%)	20	20	27	21	25
Wartość kredytu w momencie udzielania kredytu (PLN)	162 160	223 660	258 820	310 061	331 787
Wartość kredytu obecnie (PLN)	202 600	327 605	427 994	375 588	406 801
różnica (%)	25	46	65	21	23
Wartość kredytu w momencie udzielania kredytu (CHF)	61 441	97 151	123 784	104 219	111 420
Wartość kredytu obecnie (CHF)	54 171	87 595	114 437	100 425	108 770
różnica (%)	-12	-10	-8	-4	-2
Wartość zabezpieczenia w momencie udzielania kredytu	252 812	348 692	403 508	500 353	479 305
LTV w momencie udzielania kredytu	64	64	64	62	69
Wartość zabezpieczenia obecnie	252 721	286 870	304 414	382 186	438 003
LTV obecnie	80	114	141	98	93
Wynagrodzenie netto w momencie udzielania kredytu	3 708	4 050	4 459	4 655	4 808
Wynagrodzenie netto obecnie	5 030	5 030	5 030	5 030	5 030
różnica (%)	36	24	13	8	5
Wydatki w momencie udzielania kredytu	2 234	2 430	2 713	2 870	2 974
jako % wynagrodzenia netto	60	60	61	62	62
Wydatki obecnie	3 124	3 124	3 124	3 124	3 124
jako % wynagrodzenia netto	62	62	62	62	62
różnica w wydatkach (%)	40	29	15	9	5
Rata kredytowa w momencie udzielania kredytu	693	1 072	1 331	1 584	1 419
jako % wynagrodzenia netto	19	26	30	34	30
Rata kredytowa obecnie	834	1 286	1 692	1 919	1 776
jako % wynagrodzenia netto	17	26	34	38	35
różnica w racie kredytowej (%)	20	20	27	21	25
Przepływ netto (bufor dochodowy) w momencie udzielania kredytu	781	548	415	201	415
jako % wynagrodzenia netto	21	14	9	4	9
Przepływ netto (bufor dochodowy) obecnie	1 072	620	214	-13	130
jako % wynagrodzenia netto	21	12	4	0	3
różnica w przepływie netto (%)	37	13	-48	-107	-69

Źródło: Szacunki DI BRE

- Szacujemy, że od poziomu 3,72 kursu CHFPLN bufor dochodowy gospodarstwa domowego, które zaciągnęło kredyt w 2009 staje się ujemny. Sytuacja wygląda podobnie przy kursie 4,22 dla kredytów z 2008 i kursie 4,02 dla kredytów z 2010.
- **Wnioski:** Jakość kredytów hipotecznych złotych jest funkcją rynku pracy i poziomu kursu walutowego, a w dalszej kolejności poziomu rynkowych stóp procentowych oraz rozwoju cen nieruchomości (zabezpieczenia kredytu).

Kredyty w PLN a kredyty w CHF

- Zwracamy uwagę, że średnia wartość kredytu hipotecznego w sektorze nie tylko zwiększała się z roku na rok, ale również średnia wartość kredytu denominowanego w walutach obcych był większa o 31-85% niż wartość kredytu złotowego.
- Przyjmując jednakową wartość kredytu dla kredytu w PLN i w CHF, szacujemy, że dla wszystkich kredytów poza tym udzielonym w 2008 wartość raty w CHF jest nadal poniżej w PLN w przedziale 5-24% względem stanu pierwotnego 20-34%. W przypadku kredytu z 2008 obecna rata kredytu w CHF jest 7% wyższa niż rata kredytu w PLN. W momencie udzielenia kredytu rata kredytu w CHF była 30% niższa niż rata identycznego kredytu w PLN.

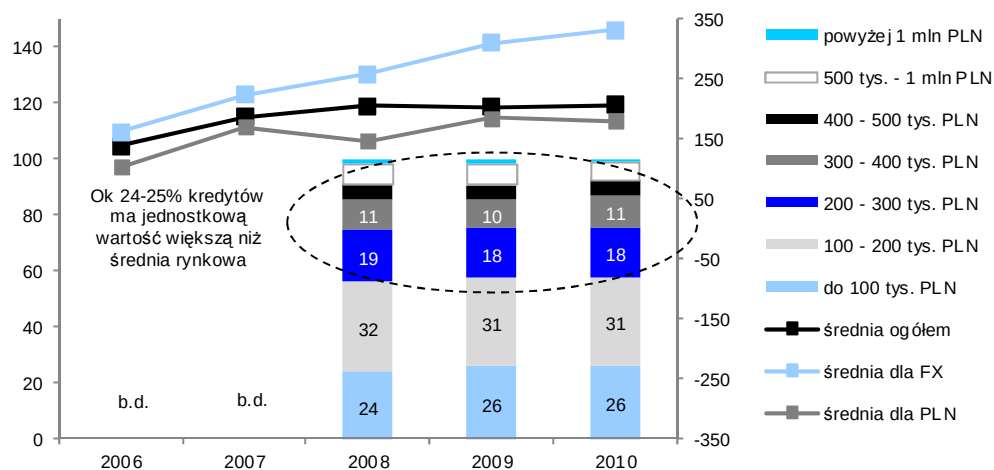
Porównanie jednakowego kredytu hipotecznego* udzielonego w CHF oraz w PLN

(PLN)	Rok udzielenia kredytu				
	2006	2007	2008	2009	2010
Wartość kredytu w momencie udzielenia kredytu	162 160	223 660	258 820	310 061	331 787
Kredyt w CHF					
rata kredytowa w momencie udzielenia kredytu	693	1 072	1 331	1 584	1 419
jako % wynagrodzenia netto	19	26	30	34	30
rata kredytowa obecnie	834	1 286	1 692	1 919	1 776
jako % wynagrodzenia netto	17	26	34	38	35
różnica (%)	20	20	27	21	25
Kredyt w PLN					
rata kredytowa w momencie udzielenia kredytu	937	1 332	1 901	2 113	2 137
jako % wynagrodzenia netto	25	33	43	45	44
rata kredytowa obecnie	991	1 352	1 576	2 132	2 326
jako % wynagrodzenia netto	20	27	31	42	46
różnica (%)	6	2	-17	1	9
Różnica w racie kredytowej w momencie udzielenia kredytu (%)	-26	-20	-30	-25	-34
Różnica w racie kredytowej obecnie (%)	-16	-5	7	-10	-24

Źródło: Szacunki DI BRE, * Kredyt udzielony na 30 lat spłacany w równych ratach

- **Wnioski:** Naszym zdaniem problematyczne mogą okazać się kredyty sprzedane w 2008-2010, które zostały zaciągnięte w walucie obcej tylko dlatego, że kredytobiorca nie mógł zaciągnąć tak dużego kredytu w PLN. Powodem takim mógł być za wysoki poziom raty kredytu w stosunku do wynagrodzenia netto gospodarstwa domowego.
- **Uważamy, że przy kursie CHF utrzymującym się na średnim poziomie 4,0 i wyżej przynajmniej przez 2-3 miesiące, jakość walutowych kredytów hipotecznych ulegnie znacznemu pogorszeniu.**

Struktura nowoudzielonych kredytów według wartości kredytu (lewa oś, %) oraz średnia wartość nowo udzielonego kredytu (prawa oś, tys. PLN)



Źródło: Amron, DI BRE

Konsolidacja w sektorze

Kredyt Bank i najprawdopodobniej Millennium wystawione na sprzedaż

W dniu 13 lipca KBC zadeklarowało chęć sprzedaży 80% udziału w Kredyt Banku w celu pozyskania środków, które mają pomóc spłacić pomoc rządową. Komisja Europejska wyraziła zgodę na taki ruch w dniu 27 lipca.

Co do Millennium, to razem z publikacją wyników za 2Q 2011, BCP zmodyfikowała swoją średnioterminową strategię na następne trzy lata. Jako kluczowe aktywa zostały uznane tylko aktywa w Portugalii, Anglii oraz Mozambiku. Aktywa w Polsce, Grecji oraz Rumunii nie znalazły się w tej grupie. W naszej opinii, powyższa decyzja jest jednoznaczna z zamiarem spieniężenie 65,5% udziału w kapitale Millennium.

BCP nie sprzedaje Millennium poniżej 4,42 PLN na akcję, a KBC Kredyt Banku poniżej 12,62 PLN na akcję

BCP poinformowało, że na koniec czerwca 2011, jego wartość bilansowa Millennium wyniosła 843 mln EUR (z czego 165 mln EUR stanowi goodwill). Oznacza to, że wartość bilansowa na akcję wynosi 1,06 EUR, czyli przy dzisiejszym kursie EUR PLN ok. 4,42 PLN na akcję. Wartość 80% udziału Kredyt Banku na bilansie KBC na koniec 2Q 2011 wyniosła 658 mln EUR (w tym 67 mln EUR goodwill'u), czyli 3,03 EUR za akcję (12,62 PLN przy bieżącym kursie walutowym).

Uważamy, że BCP nie zdecyduje się na sprzedaż udziału w Millennium poniżej wartości bilansowej, czyli 4,42 PLN na akcję, a KBC poniżej 12,62 PLN na akcję. Oznacza to, że obecna cena rynkowa Millennium jest 2% powyżej minimum dla BCP, a cena rynkowa Kredyt Banku jest 14% powyżej minimum dla KBC.

Problemy ekonomiczne w Europie Zachodniej mogą zawęzić grono potencjalnych zainteresowanych

W tabeli poniżej prezentujemy zestawienie grup bankowych, które na przestrzeni ostatnich dwóch lat były wymieniane przez lokalną prasę jako potencjalnie zainteresowane nabyciem aktywów w Polsce. Chociaż zestawienie wydaje się być dość liczne (12 banków), problemy związane z kryzysem finansów publicznych w Europie Zachodniej mogą mieć na nią negatywne przełożenie, ze względu na możliwości lub/i chęci.

Grupy bankowe potencjalnie zainteresowane zakupem aktywów w Polsce

Bank	Kraj siedziby	MCAP (mln EUR)**	Tier 1 (2Q11, %)*	Core Tier 1 (2Q11, %)*	2011 P/E (x)	2011P P/BV (x)	2011P P/tBV (x)	2011 ROE (%)	Czy zainteresowane?
Erste	Austria	9 083	12,1	9,5	8,7	0,70	0,98	8,8	Nie
HSBC	Wielka Brytania	106 631	12,2	10,8	8,9	0,95	1,17	11,5	Nie
Santander	Hiszpania	51 739	10,4	9,2	6,6	0,69	1,10	10,5	Prawdopodobnie nie
Raiffeisen Int.	Austria	5 377	11,8	8,9*	5,8	0,71	0,66	13,2	Prawdopodobnie nie
BNP Paribas	Francja	40 363	11,9	9,6	4,8	0,56	0,73	12,2	?
Societe General	Francja	16 980	11,3	9,3	4,4	0,38	0,48	9,0	?
Credit Agricole	Francja	15 452	10,8	8,7	4,4	0,30	0,54	7,3	?
Intesa Sanpaolo	Włochy	17 144	10,8	10,2	6,7	0,31	0,54	4,5	?
Sberbank	Rosja	42 926	13,3	13,0	6,1	1,46	1,51	26,9	?
Pekao	Polska	8 898	18,4	18,4	12,8	1,76	1,94	14,1	?
Deutsche Bank	Niemcy	23 935	14,0	10,2	4,5	0,48	0,67	11,0	?
Nordea	Szwecja	25 601	11,4	10,3	8,3	0,98	1,21	11,9	?

Źródło: Bloomberg; * dane na koniec 1Q 2011; ** na dzień 2 września 2011

Erste i HSBC nie są zainteresowane przejęciami na polskim rynku

Podzieliśmy tą grupę 12 banków na 3 podgrupy w zależności od tego jak oceniamy prawdopodobieństwo zakupu przez nich aktywów w Polsce. W pierwszej podgrupie umieściliśmy Erste i HSBC, czyli banki które nie są zainteresowane dalszą ekspansją w Polsce. Rzecznik prasowy Erste, Hana Cygonkova, poinformował, że bank nie jest zainteresowany przejęciem Millennium i dlatego też nie zwróci się o przedstawienie dalszych informacji nt. polskiego banku. W odniesieniu do HSBC, w dniu 28 lipca 2011 bank poinformował, że zaprzestaje obsługiwać klientów detalicznych w Polsce. W naszej opinii oznacza to, że HSBC nie jest zainteresowane kolejną próbą zbudowania obecności na polskim rynku.

Santander i Raiffeisen też raczej nie

Kolejna podgrupa dwóch banków, Santander oraz Raiffeisen International. W naszej opinii w tej grupie znajdują się podmioty, które najprawdopodobniej również nie są zainteresowane przejęciem aktywów w Polsce. Chociaż Raiffeisen International oraz Santander wskazują, że nie mogą wykluczyć dalszych akwizycji jeżeli pojawią się atrakcyjne okazje, mając na uwadze, że na przestrzeni ostatniego roku nabyli lub są w trakcie nabywania banków działających w Polsce uważamy to za mało prawdopodobne.

Wśród francuskich banków, wydaje się, że najmniej problemów ma Credit Agricole

Ostatnią podgrupę stanowią banki, które naszym zdaniem są najbardziej prawdopodobne jako potencjalni nabywcy. Co do trzech banków francuskich (BNP Paribas, Societe General oraz Credit Agricole), rynek obawia się, że relatywnie duża ekspozycja na dług grecki uniemożliwi zaangażowanie się w akwizycję. Zwracamy uwagę, że ekspozycja brutto Credit Agricole względem rządu Grecji stanowi jedynie 1,4% kapitału podstawowego. Większą ekspozycję względem Grecji mają zarówno Societe General jak i BNP Paribas, odpowiednio 10,2% i 9,5% kapitału podstawowego. Z drugiej strony, szacujemy że spisanie tych ekspozycji w 100% spowodowałoby spadek wskaźnika Core Tier 1 o ok. 80pb. Zwracamy uwagę, że wszystkie trzy banki będą miały znacznie większe zaangażowanie względem rządu Włoch, odpowiednio 23,2%, 31,7% oraz 50,6% kapitału podstawowego.

Ekspozycje brutto wybranych banków europejskich wobec wybranych rządów (zarówno centralnych jak i samorządów), 4Q 2010

(mln EUR)	Kapitał Core Tier 1 (4Q 2010)	Całkowita ekspozycja	względem wybranych krajów					Całkowita ekspozycja względem wybranych krajów		
			Grecja	Irlandia	Portugalia	Hiszpania	Włochy	(mln EUR)	jako % całkowitej ekspozycji	jako % kapitału
Erste	10 507	27 267	345	40	105	140	602	1 232	4,5	11,7
HSBC	86 900	365 599	1 319	287	1 006	2 032	9 927	14 571	4,0	16,8
Santander	41 998	104 271	177	0	3 682	46 019	716	50 594	48,5	120,5
Raiffeisen Int.	7 641	22 881	2	0	2	3	449	456	2,0	6,0
BNP Paribas	55 352	253 231	5 239	629	2 302	4 980	27 988	41 138	16,2	74,3
Societe General	27 824	99 729	2 837	980	902	4 755	8 815	18 289	18,3	65,7
Credit Agricole	46 277	78 978	655	157	1 193	3 892	10 754	16 651	21,1	36,0
Intesa Sanpaolo	31 159	73 583	620	114	73	810	60 152	61 769	83,9	198,2
Deutsche Bank	30 361	130 294	1 773	530	175	2 647	7 686	12 811	9,8	42,2
Nordea	19 103	38 729	0	1	0	64	97	162	0,4	0,8

Źródło: EBA

Intesy, Deutsche Banku oraz Nordei nie można jednoznacznie wykluczyć

Intesa Sanpaolo był wymieniany jako jeden z potencjalnych kupców BZ WBK oraz Polbanku. Z jednej strony Prezes banku, Corrado Passera, powiedział, że bank nie jest zainteresowany zakupem Kredyt Banku, aby później poinformować, że bank jest zainteresowany inwestycją w Polsce po rozsądnej cenie.

Zarówno Deutsche Bank jak i Nordea byli wymieniani przez lokalną prasę jako jedni z potencjalnych nabywców BZ WBK. Niemniej jednak nie pojawiali się przy kolejnych transakcjach, tak jak np. przy sprzedaży Polbanku. Wśród naszej grupy wybranych europejskich banków, Nordea ma zdecydowanie najmniejsze zaangażowanie względem wybranych (problematicznych) rządów krajów. Jej całkowita ekspozycja względem tych krajów to jedynie 0,8% kapitałów podstawowych. Jednak Nordea podkreśla że zamierza się skupić na organicznym wzroście biznesu, szczególnie po tym jak w 2009 poczyniła inwestycję w rozszerzenie sieci dystrybucji ze 160 do 202 placówek w Polsce.

Sberbank jest obciążony ryzykiem politycznym, a Pekao ryzykiem spółki-matki

Uważamy, że przejęciem znacznych aktywów w Polsce może być zainteresowany rosyjski Sberbank, w szczególności po tym jak zgodził się przejąć austriacki Volksbank International. Z drugiej strony, dostrzegamy ryzyko polityczne w kontekście nadchodzących wyborów parlamentarnych oraz wymaganej zgody KNF.

W końcu Pekao, które nie tylko ma możliwości (w formie znacznego kapitału nadwyżkowego), ale również chęć konsolidacji polskiego sektora bankowego. W tym przypadku ryzyka związane są z sytuacją finansową spółki-matki, UniCredit, oraz wyceną przejmowanych aktywów.

Wezwanie do 100% bardzo prawdopodobne w przypadku Kredyt Banku i możliwe w przypadku Millennium

Ponieważ KBC posiada 80% udziałów w Kredyt Banku, uważamy że jest bardzo prawdopodobne, iż potencjalny kupujący przeprowadzi wezwanie do 100% kapitału spółki. Oznacza to, że mniejszościowi akcjonariusze Kredyt Banku będą mieli szansę sprzedać swoje udziały po cenie nie gorszej niż KBC.

Ponieważ BCP posiada 65,5% udziału w kapitale Millennium, nie jest jednoznaczne czy potencjalny kupujący musiałby przeprowadzić wezwanie do 100%. W pierwszym kroku (bezpośrednio po uzgodnieniu warunków z BCP) dostrzegamy przynajmniej trzy potencje scenariusze:

1. Potencjalny kupujący nabywa pakiet 65,5% bezpośrednio od BCP (bez uprzedniego ogłaszania wezwania). W takim scenariuszu, kupujący będzie musiał ogłosić w pierwszym kroku wezwanie tylko do 66%, czyli na niecałe 0,5p.p. kapitału Millennium.
2. Potencjalny kupujący ogłasza wezwanie na 66% kapitału Millennium, w którym proporcjonalnie uczestniczy BCP. W skrajnym scenariuszu BCP sprzedałoby tylko 43,2% udziału w kapitale Millennium, czyli pozostałoby z pakietem 22,3% akcji.
3. Potencjalny kupujący ogłasza wezwanie na 100% kapitału Millennium, w którym proporcjonalnie uczestniczy BCP. Transakcja byłaby odwzorowaniem nabycia udziałów w BZ WBK przez Santander.

Zwracamy uwagę, że tylko w przypadku drugiego (częściowo) i trzeciego (w pełni) scenariusza akcjonariusze mniejszościowi Millennium będą mieli szansę sprzedania swoich udziałów po cenie transakcyjnej (cenie sprzedaży BCP). Naszym zdaniem, trzeci scenariusz jest tym bardziej prawdopodobny jeżeli potencjalny kupujący ma już jakieś aktywa bankowe w Polsce i po transakcji chciałby połączyć oba podmioty w celu maksymalizacji synergii.

Zaznaczamy, że rynek jako jedną z możliwości zmiany akcjonariusza dominującego Millennium wskazuje scenariusz, w którym cała grupa BCP zostanie przejęta przez nowego inwestora. Chociaż takiego rozwoju sytuacji nie jesteśmy w stanie jednoznacznie wykluczyć, uważamy go za mało prawdopodobny.

Różnice między Millennium a Kredyt Bankiem

Millennium ma lepszą strukturę bilansu niż Kredyt Bank, ...

W tabeli poniżej prezentujemy porównanie Millennium i Kredyt Banku, jako dwóch banków wystawionych na sprzedaż, w oparciu o podstawowe wskaźniki za 1H 2011.

W naszej opinii Millennium charakteryzuje się lepszą strukturą bilansu. Zarówno współczynniki kapitałowe (współczynnik wypłacalności oraz współczynnik kapitałów własnych) jak i płynności bilansu (wskaźnik kredyty/depozytów) są na lepszym poziomie. Dodatkowo Kredyt Bank otrzymuje wsparcie finansowe od swojej spółki matki (9,2 mld PLN na koniec 2Q 2011), podczas gdy Millennium jest niezależne od BCP.

Porównanie Millennium oraz Kredyt Banku (1H 2011)

(%)	Millennium	Kredyt Bank
Współczynnik wypłacalności	13,8	12,7
Współczynnik kapitałów własnych	11,9	9,1
Kredyty/depozytów	103,7	104,7
Skala finansowania od spółki matki (mld PLN)	0,0	9,2
Koszty / dochodów	60,7	59,4*
ROE	10,5	11,0*
ROA	0,91	0,72*
Udział rynkowy w:		
kredytach	5,2	3,8
depozytach	5,1	3,6
aktywach	4,4	4,1
Udział kredytów hipotecznych w FX w:		
kredytach ogółem	50,4	36,7
kredytach detalicznych	68,7	48,7
kredytach hipotecznych	77,6	66,0
aktywach	41,6	25,0
kapitałe własnym	486,4	375,2

Źródło: Millennium, Kredyt Bank, NBP, KNF, DI BRE; * bez wpływu transakcji jednorazowej

...porównywalną bieżącą rentowność, ale...

Uważamy, że rentowność obu banków w 1H 2011 była na porównywalnym poziomie. Wskaźnik koszty/dochodów był na poziomie 60%, +/- 1p.p., a zwrot na kapitale własnym w granicach 10,5%-11,0%.

... więcej walutowych kredytów hipotecznych

Nie tylko nominalny poziom walutowych kredytów hipotecznych na bilansie Millenium jest większy niż w przypadku Kredyt Banku (20 mld PLN względem 11 mld PLN), ale również udział w poszczególnych pozycjach bilansowych jest większy.

Z drugiej strony uważamy, że w newralgicznym 2008 roku Kredyt Bank prowadził bardziej agresywną politykę sprzedażową kredytów hipotecznych niż Millennium w porównaniu do ich naturalnej pozycji rynkowej. Wskaźnik policzony jako stosunek udziału rynkowego w sprzedaży kredytów hipotecznych do udziału rynkowego w aktywach dla Kredyt Banku wynosi 3,1x, podczas gdy dla Millennium 2,3x. Ponadto, oszacowaliśmy, że portfel zbudowany w 2008 jest znacznie bardziej istotny w obecnym portfelu kredytów hipotecznych Kredyt Banku (ok. 40%) niż Millennium (ok. 30%).

Założenia sektorowe

Zakładamy jedna obniżkę stóp procentowych na początku 2012 do 4,25%

Makroekonomiści BRE Banku zakładają, że cykl zacieśniania polityki monetarnej się zakończył ze stopą referencyjną na poziomie 4,5%. Uważają, że do korekty ścieżki stóp może dojść na przełomie 2011/2012, kiedy nawet niewielkie obniżenie inflacji (efekty bazowe) może zostać uznane przez RPP jako pretekst do obniżek. Według nich szanse na obniżki w 2012 może zwiększyć zacieśnienie fiskalne.

Prognozy stóp procentowych

%	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Stopa referencyjna (na koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	4,25
Stopa referencyjna (średnia w okresie)	5,72	3,77	3,50	4,22	4,25	4,25
zmiana R/R	1,32	-1,95	-0,27	0,72	0,03	0,00
3M WIBOR (średnia w okresie)	6,26	4,32	3,84	4,40	4,35	4,35
zmiana R/R	1,63	-1,94	-0,48	0,56	-0,05	0,00
Spread (średnia w okresie)	0,54	0,55	0,34	0,18	0,10	0,10

Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

W konsekwencji zakładamy, że średnioroczna stopa rynkowa (3M WIBOR) wyniesie 4,40% w 2011 (względem 4,28% YTD; +56pb. R/R), 4,35% w 2012 (-5pb. R/R) i 4,35% w 2013 (płasko R/R).

Założenia walutowe przyjęte w prognozach wolumenów dla sektora

W naszych prognozach salda depozytów i kredytów w sektorze uwzględniamy osłabienie się PLN względem głównych walut jakie miało miejsce od początku roku (18% dla CHF, 5% dla EUR oraz -1% dla USD), ale nie spekulujemy jak kursy będą zachowywać się w przyszłości.

Prognozujemy utrzymanie tempa przyrostu depozytów...

Zakładamy, że tempo wzrostu salda depozytów w sektorze zostanie utrzymane w 2012 na niezmiennym poziomie R/R ok. 6%. Chociaż prognozujemy, że dynamika oszczędności przedsiębiorstw będzie dodatnia, uważamy, że tempo przyrostu depozytów detalicznych może spowolnić względem 2011.

... ale spowolnienie dynamiki wzrostu kredytów

Prognozujemy, że tempo wzrostu salda kredytów w sektorze spowolni w 2012 do 6% z 13% oczekiwanych w 2011. Wynika to ze znacznego spowolnienia oczekiwanego w kredytach mieszkaniowych (do 4% w 2012 z 20% w 2011). Uważamy, że nowe rozwiązania nowelizacji rekomendacji S, które zaczną obowiązywać od początku 2012 (w szczególności te dotyczące obliczania zdolności kredytowej dla maksymalnie 25 lat) spowodują spadek sprzedaży kredytów hipotecznych R/R ok. o 10%. Sądymy, że ograniczy to w znacznie większym stopniu podaż kredytów w walucie obcej niż złotówkowych. W konsekwencji udział kredytów walutowych w nowej sprzedaży obniży się znacznie poniżej 20%, wyniku odnotowanego w 1H 2011.

Zwracamy uwagę, że tak wysoka oczekiwana dynamika w 2011 wynika w znacznej mierze z osłabienia się PLN względem koszyka walut jakie miało miejsce od początku roku. Po skorygowaniu o efekt kursowy, prognozowana dynamika wzrostu kredytów hipotecznych to 13%, a kredytów ogółem 9%.

Zaznaczamy, że w obliczu oczekiwanego znacznego spowolnienia dynamiki wzrostu kredytów detalicznych w 2012, naszym zdaniem kredyty korporacyjne będą głównym czynnikiem wzrostu. Prognozujemy, że ich tempo wzrostu wyniesie 17% w 2011 i 11% w 2012.

Prognoza salda depozytów i kredytów w sektorze

(mld PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Depozyty ogółem	584	647	705	748	794	846
zmiana R/R (%)	20	11	9	6	6	7
jako % PKB	46	48	49	48	48	47
korporacyjne	151	166	183	176	181	190
zmiana R/R (%)	5	10	10	-4	3	5
detaliczne	328	377	413	447	478	512
zmiana R/R (%)	26	15	10	8	7	7
pozostałe	105	104	109	125	134	144
zmiana R/R (%)	28	-1	5	15	7	7
Kredyty ogółem	620	665	723	819	869	918
zmiana R/R (%)	37	7	9	13	6	6
jako % PKB	49	49	50	53	52	52
korporacyjne	216	207	204	238	264	285
zmiana R/R (%)	29	-4	-2	17	11	8
detaliczne	367	411	468	527	548	574
zmiana R/R (%)	45	12	14	13	4	5
mieszkaniowe	193	215	264	317	329	344
zmiana R/R (%)	65	12	23	20	4	4
denominowane w PLN	59	75	98	120	140	164
zmiana R/R (%)	12	28	30	23	17	17
denominowane w FX	134	140	166	197	189	179
zmiana R/R (%)	108	4	19	18	-4	-5
nie-mieszkaniowe	174	196	204	210	219	230
zmiana R/R (%)	28	12	4	3	4	5
pozostałe	37	47	51	54	57	60
zmiana R/R (%)	15	26	10	5	5	5

Źródło: NBP, Bloomberg, DI BRE Banku

Prognoza kredytów z utratą wartości w sektorze

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty z utratą wartości (mld PLN)	27,6	50,7	62,3	64,2	61,0	58,3
korporacyjne	14,1	25,6	27,1	26,8	24,5	23,6
detaliczne	13,0	24,9	34,0	36,3	35,5	33,6
mieszkaniowe	n.a.	3,2	4,9	7,3	8,6	10,0
nie-mieszkaniowe	n.a.	21,7	29,1	29,0	26,8	23,6
pozostałe	0,4	0,3	1,1	1,0	1,1	1,1
Zmiana kredytów z utratą wartości (R/R, %)	20	84	23	3	-5	-4
korporacyjne	17	81	6	-1	-9	-4
detaliczne	24	91	37	7	-2	-5
mieszkaniowe	n.a.	n.a.	53	49	17	16
nie-mieszkaniowe	n.a.	n.a.	34	0	-7	-12
pozostałe	-9	-29	266	-9	5	5
Udział kredytów z utratą wartości (%)	4,4	7,6	8,6	7,8	7,0	6,4
korporacyjne	6,5	12,3	13,3	11,3	9,3	8,3
detaliczne	3,6	6,1	7,3	6,9	6,5	5,9
mieszkaniowe	n.a.	1,5	1,9	2,3	2,6	2,9
nie-mieszkaniowe	n.a.	11,1	14,3	13,8	12,3	10,3
pozostałe	1,2	0,7	2,2	1,9	1,9	1,9
Zmiana udziału kredytów z utratą wartości (R/R, p.p.)	-0,6	3,2	1,0	-0,8	-0,8	-0,7
korporacyjne	-0,6	5,8	1,0	-2,0	-2,0	-1,0
detaliczne	-0,6	2,5	1,2	-0,4	-0,4	-0,6
mieszkaniowe	n.a.	n.a.	0,4	0,5	0,3	0,3
nie-mieszkaniowe	n.a.	n.a.	3,2	-0,5	-1,5	-2,0
pozostałe	-0,3	-0,5	1,5	-0,3	0,0	0,0

Źródło: NBP, DI BRE Banku

Wycena

Wycena porównawcza

Średnie P/E wynosi 12,9x w 2011 i spada do 10,9x w 2011

Średnia wartość wskaźnika P/E dla polskich banków jest na poziomie 12,9x w 2011 i 10,9x w 2012. Wśród siedmiu banków przez nas analizowanych, ING BSK notowany jest z największym dyskontem do sektora w oparciu o zyski prognozowane w 2011 i 2012, odpowiednio 20% i 14% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Z drugiej strony, najmniej atrakcyjny jest Getin Holding, który obecnie jest wyceniany z 51% premią względem sektora w oparciu o prognozę wyniku netto w 2011.

Wycena porównawcza polskich banków

	Skorygowane P/E (x)*			P/BV (x)			ROE (%)		
	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P
Getin Holding	17,3	18,1	10,4	1,39	1,15	1,03	10,2	19,7	10,9
Handlowy	10,7	12,5	11,6	1,29	1,31	1,30	11,9	10,4	11,2
ING BSK	12,6	10,6	9,6	1,68	1,49	1,35	14,3	15,0	14,7
Kredyt Bank	21,0	13,2	11,2	1,38	1,26	1,14	6,9	12,2	10,7
Millennium	15,9	11,6	10,6	1,33	1,24	1,16	9,5	11,1	11,3
Pekao	14,6	13,1	12,5	1,85	1,75	1,68	13,1	13,7	13,8
PKO BP	13,2	11,2	10,5	2,02	1,90	1,74	15,4	17,6	17,2
Średnia	15,1	12,9	10,9	1,56	1,44	1,34	11,6	14,2	12,8

Premia / dyskonto do średniej (%)									
Getin Holding	18	51	-5	-13	-23	-26	-14	48	-17
Handlowy	-32	-4	8	-20	-11	-4	3	-30	-15
ING BSK	-18	-20	-14	9	3	1	28	6	17
Kredyt Bank	50	3	3	-13	-14	-17	-45	-16	-19
Millennium	7	-11	-3	-17	-16	-16	-21	-25	-14
Pekao	-4	2	17	22	26	31	16	-4	9
PKO BP	-14	-15	-4	36	39	36	40	29	42

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

Wycena dochodowa

Model wyceny zdyskontowanych zysków rezydualnych

Wycenę metodą dochodową banków dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do wartości kapitałów własnych na koniec 2010 dodajemy nadwyżkę dochodu całkowitego ponad zysk netto odnotowaną od początku roku, sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2011-2013 oraz w okresie przejściowym na lata 2014-2020) oraz zdyskontowaną wartość rezydualną (po okresie prognozy).

Dla obliczenia wartości rezydualnej przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,65% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych);
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%;
- Wartość bety na poziomie 1,0x dla wszystkich poza Getin Holdingiem, dla którego przyjęliśmy betę na poziomie 1,1x;
- W konsekwencji przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 10,7% dla wszystkich poza Getin holdingiem dla którego wynosi on 11,2%;
- Długoterminowy zwrot z kapitałów pomiędzy 12,2% i 19,6%
- Długoterminową stopę wzrostu zysków na poziomie 4,0%;
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy pomiędzy 65,3% i 79,6%, zdeterminowany przez równanie 1-(g/ROE).

Dodatkowo, w przypadku Millennium do naszej wyceny dodajemy spekulacyjnie premię za potencjalne przejęcie, którą oszacowaliśmy na 10%.

Podsumowanie wyceny metodą zysków rezydualnych

(mln PLN)	Getin Holding	Handlowy	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao	PKO BP
Stopa wolna od ryzyka (%)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Premia za ryzyka (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta (x)	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału (%)	11,2	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Długoterminowe ROE (%)	12,7	15,0	15,1	11,5	12,2	19,6	17,3
Długoterminowa stopa wzrostu zysków (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Docelowy poziom wypłaty dywidendy (%)	68,4	73,4	73,6	65,3	67,1	79,6	76,9
Kapitały własne na koniec 2010	4 433	6 493	5 651	2 828	4 091	13 674	21 358
Wpływy z emisji akcji	167		0	0	0	0	0
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym	0	-747	-195	-101	-121	-1 784	-2 475
Kapitał nadwyżkowy	0	0	0	0	0	6 500	0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto	-62	18	49	6	-51	44	-80
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2020P	880	967	2 264	255	387	9 484	12 926
Zdyskontowana wartość rezydualna	854	1 935	2 927	306	616	11 774	16 136
Wartość godziwa	6 271	8 665	10 696	3 295	4 922	39 692	47 864
Liczba akcji (mln)	732	131	13	272	1 213	262	1 250
Wartość godziwa na akcję (PLN)	8,57	66,3	820	12,1	4,06	150	38,3
Premia (%)	0	0	0	0	10	0	0
9-miesięczna cena docelowa (PLN)	9,30	72,0	900	13,1	4,80	160	41,0
Cena obecna (PLN)	8,65	64,35	731,50	14,40	4,49	142,10	34,54
Potencjał zmiany (%)	7,5	11,9	23,0	-9,0	6,9	12,6	18,7
Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj

Źródło: Banki, Bloomberg, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	8,65 PLN
Cena docelowa	9,30 PLN
Kapitalizacja	6,3 mld PLN
Free float	2,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	31,75 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Leszek Czarnecki	55,6%
Pioneer FIO	7,6%
ING OFE	5,2%
Pozostali	31,6%

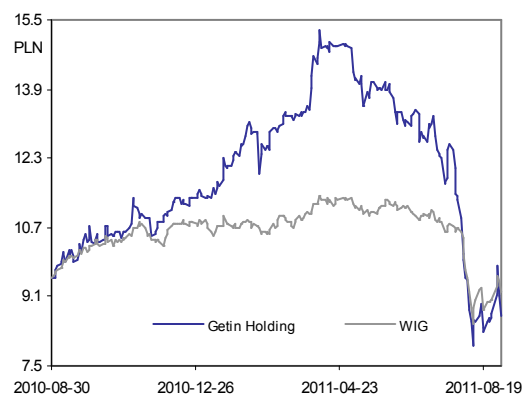
Profil spółki

Getin Holding jest grupą spółek finansowych operujących głównie w Polsce, ale również z ekspozycją na rynek rosyjski, ukraiński, białoruski i rumuński. Głównym aktywem holdingu jest 94% udział w Getin Noble Banku, który powstał z fuzji Getin Banku (skupiający się na klientach detalicznych oferując im przede wszystkim kredyty hipoteczne oraz gotówkowe) oraz Noble Banku (bankowość prywatna oraz pośrednictwo finansowe). Holding posiada również 67% udział w spółce z sektora ubezpieczeniowego TU Europa, specjalizującej się w produktach bancassurance. Trzecim istotnym aktywem jest spółka leasingowa w Rosji. Spółka charakteryzuje się najwyższą wśród banków giełdowych elastycznością kosztów i najniższym poziomem wskaźnika koszty/dochodów.

Ważne daty

14.11.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011

Kurs akcji Getin Holdingu na tle WIG



Iza Rokicka

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

Getin Holding Trzymaj

GTN PW; GETI.WA

(Obniżona)

Neutralnie przy CHF PLN między 3,5-4,0

Ponieważ koszt ryzyka na kredyty hipoteczne w 2Q 2011 okazał się wyższy od oczekiwanego, średni kurs CHF PLN w 3Q 2011 utrzymuje się średnio na 12% wyższym poziomie niż w 2Q 2011 oraz przedłuża się okres niskiej rentowości negatywnie wpływając na odbudowę bazy kapitałowej, obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 15% do 9,30 PLN podwyższając betę do 1,1x z 1,0x. W konsekwencji, przy utrzymującym silnym poziomie CHF PLN w przedziale 3,50 - 4,00 rekomendujemy trzymanie walorów Getin Holdingu. Szacujemy, że przy obecnym kursie CHF na poziomie 3,75 współczynnik wypłacalności wynosi ok. 9%, a margines bezpieczeństwa dalszego umocnienia się CHF wynosi 27%. Przy CHF powyżej 4,00, margines bezpieczeństwa zawęża się do poniżej 20%.

Współczynnik wypłacalności wytrzymuje umocnienie CHF PLN do 4,74

Obliczyliśmy, że obecny poziom kapitałów (łącznie z 250 mln PLN wyemitowanego długu podporządkowanego) będzie spełniał minimalne wymogi kapitałowe na poziomie 8% dla współczynnika wypłacalności tak długo jak kurs CHF PLN będzie się utrzymywał poniżej 4,74. Oznacza to, że margines bezpieczeństwa z obecnych poziomów 3,74 wynosi 27% i jest najniższy wśród banków przez nas analizowanych.

...ale presja na marżę odsetkową i koszt ryzyka materializuje się wcześniej

Uważamy, że największym zagrożeniem dla średnioterminowej rentowości spółki jest podwyższony (powyżej 250pb.) koszt ryzyka w kredytach hipotecznych. Naszym zdaniem będzie się on utrzymywał na tym poziomie przy kursie CHF PLN powyżej 3,50. Ponadto, chociaż Getin Noble Bank zabezpieczył już 85% swapów zapadających w tym roku, sądzymy, że utrzymujący się silny CHF stanowi zagrożenie dla marży odsetkowej banku z powodu zwiększonych potrzeb pożyczkowych w PLN.

Słabe perspektywy na 3Q 2011

W naszej opinii, przy średnim poziomie CHF PLN w 3Q 2011 na poziomie 3,54, 12% powyżej średniej za 2Q 2011, perspektywa wyników 3Q 2011 kształtuje się mało atrakcyjnie. Nasza całoroczna prognoza powtarzalnego zysku netto na 2011 na poziomie 348 mln PLN wskazuje, że średnio w 2H 2011 oczekujemy 80 mln PLN zysku netto kwartalnie względem 93 mln PLN średnio w 1H 2011.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	978	1 273	1 650	1 938	2 061
WNDB	2 020	2 521	2 987	3 361	3 600
Zysk operacyjny*	1 188	1 545	2 442	1 892	2 000
Zysk netto	276	421	982	638	751
Marża odsetkowa (%)	3,14	3,29	3,36	3,46	3,43
Koszty / Przychody (%)	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2
ROE (%)	7,4	10,2	19,7	10,9	11,5
EPS (PLN)	0,39	0,59	1,35	0,87	1,03
BVPS (PLN)	5,37	6,22	7,54	8,41	9,44
DPS (PLN)**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36
P/E (x)	22,3	14,6	6,4	9,9	8,4
P/BV (x)	1,61	1,39	1,15	1,03	0,92
Stopa dywidendy (%)**	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2

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

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	982	638	751	858	965	1 070	1 167	1 253	1 325	1 377		
Zmiana R/R (%)	133,1	-35,0	17,8	14,2	12,5	10,8	9,1	7,4	5,7	4,0	4,0	
Kapitały własne	5 518	6 156	6 908	7 503	8 127	8 767	9 407	10 029	10 616	11 150		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	35,0	39,8	44,5	49,3	54,1	58,9	63,6	68,4	68,4	
ROE (%)	19,7	10,9	11,5	11,9	12,4	12,7	12,8	12,9	12,8	12,7	12,7	
Koszt kapitału własnego (%)	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	8,6	-0,2	0,4	0,8	1,2	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5	
Zysk rezydualny	427	-13	23	55	94	128	154	170	174	164	2 291	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,78	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46	0,41	0,37	0,37	
Zdyskontowany zysk rezydualny	412	-11	18	39	59	73	79	78	72	61	854	
Kapitały własne na koniec 2010												4 433
Wpływy z emisji akcji												167
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												0
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												-62
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												419
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												461
Zdyskontowana wartość rezydualna												854
Wartość godziwa												6 271
Liczba akcji (mln)												731,8
Wartość godziwa na akcję (PLN)												8,57
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												9,30
Cena obecna (PLN)												8,65
Potencjał zmiany (%)												7,5

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 018	978	1 273	1 650	1 938	2 061
Wynik z prowizji	242	381	556	565	620	663
Wynik handlowy	298	212	131	138	118	129
Wynik na działalności ubezpieczeniowej netto	472	450	560	635	686	746
Wynik na działalności bankowej	2 030	2 020	2 521	2 987	3 361	3 600
Pozostały przychody operacyjne netto	-164	-33	-43	623	-182	-206
Przychody pozaodsetkowe	848	1 010	1 205	1 961	1 241	1 333
Przychody ogółem	1 866	1 987	2 478	3 610	3 179	3 394
Koszty osobowe	-346	-302	-396	-486	-573	-625
Amortyzacja	-48	-63	-65	-107	-86	-91
Pozostałe koszty administracyjne	-393	-435	-472	-576	-628	-678
Koszty operacyjne	-787	-800	-933	-1 169	-1 287	-1 394
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 080	1 188	1 545	2 442	1 892	2 000
Saldo rezerw	-379	-829	-1 055	-1 140	-967	-919
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	-1	-5	-10	-16	-17
Zysk brutto	701	358	485	1 292	909	1 065
Podatek dochodowy	-140	-21	-9	-155	-143	-172
Zyski udziałowców mniejszościowych	-52	-60	-55	-155	-128	-141
Zysk netto	509	276	421	982	638	751
<i>Skorygowany zysk netto</i>	<i>509</i>	<i>62</i>	<i>355</i>	<i>348</i>	<i>608</i>	<i>721</i>

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	81	-4	30	30	17	6
Przychody pozaodsetkowe	-9	19	19	63	-37	7
Przychody ogółem	25	6	25	46	-12	7
Koszty operacyjne	34	2	17	25	10	8
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	20	10	30	58	-23	6
Zysk netto	-19	-46	52	133	-35	18

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,07	2,94	3,09	3,16	3,25	3,24
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,38	3,14	3,29	3,36	3,46	3,43
Spread odsetkowy	3,28	2,29	2,73	2,75	2,87	2,82
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	45,5	50,8	48,6	54,3	39,0	39,3
Koszty / Przychody	42,2	40,2	37,7	32,4	40,5	41,1
Koszty / Aktywa	3,14	2,40	2,26	2,24	2,16	2,19
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	2,28	3,44	3,44	2,90	2,15	1,94
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,0	6,0	1,9	12,0	15,7	16,2
ROE	15,2	7,4	10,2	19,7	10,9	11,5
ROA	2,03	0,83	1,02	1,88	1,07	1,18

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	632	935	2 025	1 834	1 716	1 823
Należności od sektora finansowego	3 199	1 762	3 667	4 708	5 666	6 530
Kredyty i pożyczki	21 876	26 417	34 876	43 659	46 229	48 587
Dłużne papiery wartościowe	3 435	4 106	3 672	3 856	4 435	5 100
Akcje, udziały i inne inwestycje	12	18	0	490	515	540
Aktywa trwałe	201	172	229	263	290	319
Wartości niematerialne i prawne	206	216	162	162	170	179
Inne aktywa	1 464	1 934	2 223	2 483	2 587	2 700
Aktywa ogółem	31 025	35 559	46 854	57 455	61 607	65 777
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 452	822	885	1 018	1 069	1 122
Depozyty	20 052	28 241	37 459	45 844	49 023	52 086
Wyemitowane papiery wartościowe	2 764	1 221	711	996	1 046	1 098
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	250	250	250
Inne zobowiązania	3 162	1 446	3 366	3 829	4 063	4 313
Zobowiązania ogółem	27 430	31 731	42 422	51 937	55 451	58 869
Kapitały własne	3 594	3 829	4 433	5 518	6 156	6 908
Pasywa ogółem	31 025	35 559	46 854	57 455	61 607	65 777

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	91	21	32	25	6	5
Aktywa ogółem	63	15	32	23	7	7
Depozyty	93	41	33	22	7	6
Kapitały własne	16	7	16	24	12	12

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	4,5	7,7	10,0	11,9	10,0	8,2
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	88,4	76,5	70,3	65,7	91,9	126,2
Kredyty / Aktywa	70,5	74,3	74,4	76,0	75,0	73,9
Depozyty / Aktywa	64,6	79,4	79,9	79,8	79,6	79,2
Kredyty / Depozyty	109,1	93,5	93,1	95,2	94,3	93,3
Kapitały własne / Aktywa	11,6	10,8	9,5	9,6	10,0	10,5
Współczynnik wypłacalności	12,2	11,1	9,9	10,1	9,0	9,3
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,2	11,1	9,9	9,4	8,5	8,8

Źródło: Getin Holding, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	64,35 PLN
Cena docelowa	72,00 PLN
Kapitalizacja	8,4 mld PLN
Free float	2,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	14,2 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Citigroup	75,0%
Pozostali	25,0%

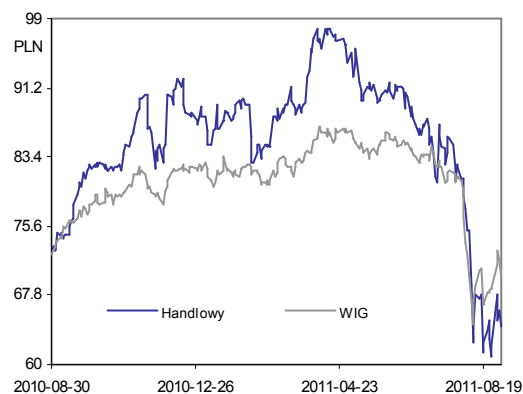
Profil spółki

Handlowy jest ósmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach ok. 3,5%. Spółka koncentruje się na obsłudze dużych, międzynarodowych klientów korporacyjnych, co jest odzwierciedlone w dominacji segmentu korporacyjnego zarówno w depozytach i kredytach banku. W segmencie detalicznym bank koncentruje się na produktach kartowych oraz obsłudze klientów zamożnych. Handlowy jest jednym z najlepiej dekapitalizowanych banków giełdowych z współczynnikiem wypłacalności na poziomie 18%. Średnioterminowa strategia banku ogłoszona na początku 2010 zakłada, że bank osiągnie w 2012 ROE powyżej 18% przy ROA na poziomie przynajmniej 2,5% i wskaźniki koszty/dochody poniżej 50%.

Ważne daty

08.11.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011

Kurs akcji Handlowego na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Handlowy Akumuluj

BHW PW; BAHA.WA

(Podwyższona)

Zbyt wysoka dywidenda, żeby ją zignorować

Chociaż znacząco obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową do 71,0 PLN (z 88,3 PLN poprzednio), podwyższamy naszą rekomendację na walory Handlowego do Akumuluj (z Trzymaj poprzednio). Po bardzo rozczarowujących wynikach za 1H 2011 oraz uwzględniając fakt, że oczekujemy 11% spadku zysku netto w tym roku, uważamy że wycena banku na wskaźniku P/E na poziomie 12,5x na 2011 jest neutralna. To co czyni inwestycję w walory Handlowego atrakcyjną jest potencjał wypłaty 100% zysku netto za 2011, który przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 8,0%, czyli porównywalną ze spółkami z sektora telekomunikacyjnego.

W 100% odporny na mocnego i umacniającego się CHF

Handlowy dopiero w 2H 2009 rozpoczął oferowanie własnych kredytów hipotecznych (dodatkowo wyłącznie denominowanych w PLN). Te udzielone od tego momentu stanowią obecnie jedynie 3,5% portfela kredytowego banku. Oznacza to, że bank jako jedyny wśród tych przez nas analizowanych jest w 100% odporny na wszystkie konsekwencje związane z umacnianiem się CHF, według nas również łącznie z pośrednim wpływem na marżę odsetkową dzięki wysokiej płynności bilansu.

Dobre perspektywy akcji kredytowej w segmencie korporacyjnym nie stanowią zagrożenia dla wysokiej dywidendy

Chociaż uważamy, że Handlowy będzie naturalnym beneficjentem silnej akcji kredytowej w segmencie korporacyjnym (58% portfela kredytowego stanowią kredyty korporacyjne), sądymy że nie ma zagrożeń do wypłaty dywidendy za 2011 w wysokości 100% zysku netto przy obecnym współczynniku wypłacalności na poziomie 18,4%.

Cel na 2012 ROE powyżej 18% poza wszelkim zasięgiem

Uważamy, że po rozczarowujących wynikach za 1H 2011 oraz w świetle oczekiwanego spadku całorocznego zysku netto w 2011 o 11% do 674 mln PLN, cel na wskaźnik ROE na poziomie powyżej 18% w 2012 jest poza całkowitym zasięgiem banku, nawet przy założeniu wypłaty znacznej dywidendy z kapitałów. Oczekując wskaźnika wypłaty dywidendy za 2011 na poziomie 100%, prognozujemy, że ROE wyniesie 11,2% w 2012 względem 10,4% w 2011. W naszej opinii głównym powodem nieosiągnięcia celu jest niższy niż zakładany wzrost akcji kredytowej oraz niższa niż oczekiwana rentowość aktywów (która również jest powiązana ze słabszym przyrostem kredytów).

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 505	1 497	1 401	1 449	1 511
WNDB	2 423	2 563	2 375	2 484	2 597
Zysk operacyjny*	1 201	1 184	953	1 008	1 064
Zysk netto	504	755	674	724	778
Marża odsetkowa (%)	3,75	3,99	3,76	3,84	3,87
Koszty / Przychody (%)	53,5	53,7	60,1	59,7	59,3
ROE (%)	8,5	11,9	10,4	11,2	11,9
EPS (PLN)	3,86	5,78	5,16	5,54	5,96
BVPS (PLN)	47,45	49,69	49,27	49,65	50,06
DPS (PLN)**	3,77	5,72	5,16	5,54	5,96
P/E (x)	16,7	11,1	12,5	11,6	10,8
P/BV (x)	1,36	1,29	1,31	1,30	1,29
Stopa dywidendy (%)**	5,9	8,9	8,0	8,6	9,3

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

**Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych**

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	674	724	778	833	888	942	994	1 044	1 092	1 136		
Zmiana R/R (%)	-10,7	7,3	7,6	7,1	6,6	6,1	5,6	5,1	4,6	4,0	4,0	
Kapitały własne	6 437	6 487	6 541	6 596	6 683	6 804	6 964	7 165	7 411	7 704		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	100,0	100,0	100,0	96,2	92,4	88,6	84,8	81,0	77,2	73,4	73,4	
ROE (%)	10,4	11,2	11,9	12,7	13,4	14,0	14,4	14,8	15,0	15,0	15,0	
Koszt kapitału własnego (%)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	-0,2	0,5	1,3	2,0	2,7	3,3	3,8	4,1	4,3	4,4	4,4	
Zysk rezydualny	-14	35	85	134	181	223	261	292	316	331	4 976	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	-14	31	67	95	117	130	137	139	136	129	1 935	
Kapitały własne na koniec 2010												6 493
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-747
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												18
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												84
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												883
Zdyskontowana wartość rezydualna												1 935
Wartość godziwa												8 665
Liczba akcji (mln)												130,7
Wartość godziwa na akcję (PLN)												66,3
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												72,0
Cena obecna (PLN)												64,35
Potencjał zmiany (%)												11,9%

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 366	1 505	1 497	1 401	1 449	1 511
Wynik z prowizji	619	561	655	676	713	746
Wynik handlowy	328	357	411	299	322	340
Wynik na działalności bankowej	2 313	2 423	2 563	2 375	2 484	2 597
Pozostałe przychody operacyjne netto	93	161	-3	13	15	17
Przychody pozaodsetkowe	1 040	1 079	1 062	987	1 050	1 103
Przychody ogółem	2 405	2 585	2 560	2 388	2 499	2 615
Koszty osobowe	-697	-646	-666	-680	-700	-721
Amortyzacja	-97	-79	-62	-60	-62	-64
Pozostałe koszty administracyjne	-702	-659	-647	-694	-729	-766
Koszty operacyjne	-1 496	-1 384	-1 375	-1 434	-1 491	-1 551
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	910	1 201	1 184	953	1 008	1 064
Saldo rezerw	-153	-546	-243	-111	-103	-91
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	3	0	1	0	0	0
Zysk brutto	759	655	943	843	905	973
Podatek dochodowy	-159	-151	-188	-169	-181	-195
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	600	504	755	674	724	778
Zyski zatrzymane	600	12	7	0	0	0

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	13	10	-1	-6	3	4
Przychody pozaodsetkowe	-21	4	-2	-7	6	5
Przychody ogółem	-4	7	-1	-7	5	5
Koszty operacyjne	-2	-7	-1	4	4	4
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	-8	32	-1	-20	6	6
Zysk netto	-27	-16	50	-11	7	8

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,35	3,75	3,99	3,76	3,84	3,87
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,60	4,05	4,32	4,06	4,15	4,17
Spread odsetkowy	2,63	3,45	3,89	3,54	3,58	3,58
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	43,2	41,8	41,5	41,3	42,0	42,2
Koszty / Przychody	62,2	53,5	53,7	60,1	59,7	59,3
Koszty / Aktywa	3,67	3,45	3,66	3,85	3,95	3,97
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	1,16	4,22	2,06	0,90	0,75	0,60
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,9	23,0	19,9	20,0	20,0	20,0
ROE	10,7	8,5	11,9	10,4	11,2	11,9
ROA	1,47	1,26	2,01	1,81	1,92	1,99

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 531	4 113	3 207	896	922	974
Należności od sektora finansowego	3 696	4 803	2 950	2 364	1 863	1 656
Kredyty i pożyczki	13 886	11 975	11 593	12 966	14 556	15 816
Dłużne papiery wartościowe	18 700	13 687	17 025	18 047	18 227	18 409
Akcje, udziały i inne inwestycje	68	81	80	80	80	80
Aktywa trwałe	572	505	475	490	504	530
Wartości niematerialne i prawne	37	37	40	41	42	44
Inne aktywa	2 061	2 432	2 147	2 186	2 211	2 259
Aktywa ogółem	42 550	37 633	37 518	37 069	38 406	39 768
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 922	5 716	6 007	6 308	6 434	6 562
Depozyty	19 935	20 572	20 423	17 919	18 442	19 479
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	12	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	9 067	5 146	4 583	6 405	7 043	7 185
Zobowiązania ogółem	36 925	31 434	31 025	30 632	31 919	33 227
Kapitały własne	5 626	6 199	6 493	6 437	6 487	6 541
Pasywa ogółem	42 550	37 633	37 518	37 069	38 406	39 768

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

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

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	12,2	16,7	15,3	11,9	10,0	8,2
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	74,3	64,4	67,7	82,9	94,7	113,1
Kredyty / Aktywa	32,6	31,8	30,9	35,0	37,9	39,8
Depozyty / Aktywa	46,9	54,7	54,4	48,3	48,0	49,0
Kredyty / Depozyty	69,7	58,2	56,8	72,4	78,9	81,2
Kapitały własne / Aktywa	13,2	16,5	17,3	17,4	16,9	16,4
Współczynnik wypłacalności	12,1	16,7	18,8	17,5	16,5	15,7
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,1	16,7	18,8	17,5	16,5	15,7

Źródło: Handlowy, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	731,50 PLN
Cena docelowa	900,00 PLN
Kapitalizacja	9,5 mld PLN
Free float	2,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	6,04 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING	75,0%
Pozostali	25,0%

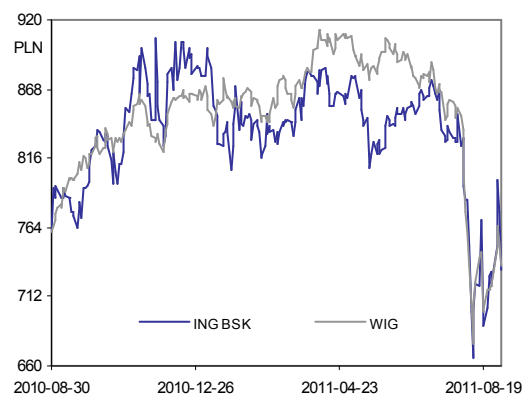
Profil spółki

ING Bank Śląski jest czwartym bankiem w Polsce pod względem aktywów z udziałem rynkowym na poziomie ok. 5,5%. Bank posiada szeroką ofertę produktową zarówno skierowaną do klientów detalicznych jak i korporacyjnych. Spółka charakteryzuje się jednym z najniższych wśród banków giełdowych wskaźnikiem kredyty/depozyty, ok 77%. Nadwyżki płynnościowe lokowane są w papiery dłużne, głównie polskie obligacje rządowe. Baza depozytowa zdominowana jest przez oszczędności detaliczne. W portfelu kredytowym dominują kredyty korporacyjne, chociaż spółka stopniowo zdobywa udziały rynkowe w kredytach detalicznych, w szczególności hipotecznych.

Ważne daty

03.11.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011
09.02.2012 - publikacja raportu za 2011
31.03.2012 - publikacja raportu za 1Q 2012

Kurs akcji ING BSK na tle WIG



Iza Rokicka

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

ING BSK

BSK PW; SLAS.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Preferowana ekspozycja w sektorze

Chociaż obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 6% do 900 PLN, utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj na walory ING BSK. ING BSK jest naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym z powodu 1) wysokiej wagi segmentu korporacyjnego w strukturze portfela kredytowego i związanych z tym perspektyw wzrostu, 2) płynnego bilansu, który wpiera marżę odsetkową w stabilnym i spadającym środowisku stóp procentowych, 3) braku ryzyk związanych z utrzymującym się silnym CHF oraz 4) atrakcyjnej wyceny. Ponadto, split akcji 1:10 jaki spółka chce przeprowadzić jeszcze w tym roku, pozwoli naszym zdaniem zamknąć strukturalne dyskonto związane z ograniczoną płynnością akcji.

Sprzyjające środowisko dla silnego przyrostu wyniku odsetkowego

Obecna struktura bilansu ze wskaźnikiem kredyty/depozytów na poziomie 77% oraz struktura portfela kredytowego z 46% udziałem kredytów korporacyjnych oraz 21% udziałem złotych kredytów hipotecznych, pozwala nam optymistycznie patrzeć na perspektywę wzrostu akcji kredytowej w 2012. Dodatkowo, nie tylko zmiana struktury aktywów na bardziej rentowną, ale również środowisko stabilnych/lekką spadających stóp procentowych w naszej opinii będzie wspierać marżę odsetkową. W konsekwencji oczekujemy, że wynik odsetkowy pozostanie głównym czynnikiem wzrostu przychodów oraz zysków banku również w 2012.

Silny CHF prawie bez wpływu na współczynnik wypłacalności, a fuzja z bankiem hipotecznym może oznaczać wyższą dywidendę za 2011

Połączenie banku z jego spółką zależną, bankiem hipotecznym przełoży się na poprawę jednostkowego współczynnika wypłacalności o ok. 50pb do powyżej 12%. To, łącznie z faktem, że współczynnik wypłacalności banku jest bardzo mało wrażliwy na osłabienia się PLN oznacza nie tylko niezachwiane perspektywy dla akcji kredytowej banku ale również potencjał zwiększenia wskaźnika wypłaty dywidendy z 26% z zysków za 2010 do nawet 40% za 2011.

Atrakcyjna wycena z dwucyfrowym dyskontem do średniej sektora

ING BSK jest notowany na atrakcyjnym poziomie wskaźnika P/E 10,6x na 2011 i 9,6x na 2012. Oznacza to znaczne dyskonto względem wyceny spółek porównywalnych, sięgające poziomu 20% na 2011 oraz 14% na 2012. Mając na uwadze nadchodzący split akcji, uważamy że strukturalne dyskonto związane z ograniczoną płynnością akcji zostanie zamknięte.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 402	1 628	1 847	1 981	2 082
WNDB	2 488	2 683	2 940	3 126	3 283
Zysk operacyjny*	991	1 097	1 280	1 402	1 492
Zysk netto	595	753	901	988	1 074
Marża odsetkowa (%)	2,17	2,62	2,75	2,78	2,78
Koszty / Przychody (%)	60,0	59,1	56,6	55,3	54,7
ROE (%)	13,1	14,3	15,0	14,7	14,7
EPS (PLN)	45,74	57,89	69,28	75,96	82,56
BVPS (PLN)	375,43	434,34	492,42	540,67	585,25
DPS (PLN)**	0,00	15,00	27,71	37,98	49,54
P/E (x)	16,0	12,6	10,6	9,6	8,9
P/BV (x)	1,95	1,68	1,49	1,35	1,25
Stopa dywidendy (%)**	0,0	2,1	3,8	5,2	6,8

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

**Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych**

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	901	988	1 074	1 163	1 253	1 345	1 438	1 530	1 622	1 686		
Zmiana R/R (%)	19,7	9,6	8,7	8,2	7,8	7,3	6,9	6,4	6,0	4,0	4,0	
Kapitały własne	6 406	7 034	7 614	8 132	8 665	9 210	9 762	10 318	10 873	11 398		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	40,0	50,0	60,0	61,9	63,9	65,8	67,8	69,7	71,6	73,6	73,6	
ROE (%)	15,0	14,7	14,7	14,8	14,9	15,0	15,2	15,2	15,3	15,1	15,1	
Koszt kapitału własnego (%)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	4,3	4,1	4,0	4,1	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,5	4,5	
Zysk rezydualny	259	273	294	324	359	393	427	461	493	501	7 527	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	251	238	232	231	231	229	225	219	212	195	2 927	
Kapitały własne na koniec 2010												5 651
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-195
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												49
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												721
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												1 543
Zdyskontowana wartość rezydualna												2 927
Wartość godziwa												10 696
Liczba akcji (mln)												13,0
Wartość godziwa na akcję (PLN)												820
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												900
Cena obecna (PLN)												731,5
Potencjał zmiany (%)												23,0

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 253	1 402	1 628	1 847	1 981	2 082
Wynik z prowizji	890	964	987	1 022	1 068	1 115
Wynik handlowy	-82	121	68	71	78	86
Wynik na działalności bankowej	2 060	2 488	2 683	2 940	3 126	3 283
Pozostały przychody operacyjne netto	27	-10	-3	8	10	12
Przychody pozaodsetkowe	835	1 076	1 052	1 101	1 156	1 214
Przychody ogółem	2 087	2 478	2 679	2 947	3 136	3 295
Koszty osobowe	-783	-717	-822	-859	-896	-934
Amortyzacja	-134	-124	-121	-127	-132	-137
Pozostałe koszty administracyjne	-591	-647	-640	-682	-706	-732
Koszty operacyjne	-1 507	-1 488	-1 583	-1 668	-1 734	-1 803
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	580	991	1 097	1 280	1 402	1 492
Saldo rezerw	-66	-304	-204	-195	-192	-176
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	48	52	41	33	16	16
Zysk brutto	563	738	934	1 118	1 226	1 332
Podatek dochodowy	-118	-143	-181	-217	-238	-258
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	445	595	753	901	988	1 074
Zyski zatrzymane	445	595	558	541	494	430

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	20	12	16	13	7	5
Przychody pozaodsetkowe	-14	29	-2	5	5	5
Przychody ogółem	3	19	8	10	6	5
Koszty operacyjne	9	-1	6	5	4	4
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	-9	71	11	17	10	6
Zysk netto	-29	34	27	20	10	9

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,06	2,17	2,62	2,75	2,78	2,78
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,11	2,22	2,68	2,82	2,84	2,84
Spread odsetkowy	1,87	2,03	2,48	2,57	2,58	2,56
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	40,0	43,4	39,3	37,3	36,8	36,8
Koszty / Przychody	72,2	60,0	59,1	56,6	55,3	54,7
Koszty / Aktywa	2,48	2,30	2,54	2,48	2,43	2,41
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,31	1,08	0,63	0,52	0,45	0,38
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,9	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
ROE	11,1	13,1	14,3	15,0	14,7	14,7
ROA	0,73	0,92	1,21	1,34	1,39	1,43

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 370	2 657	2 394	1 707	1 776	1 889
Należności od sektora finansowego	7 787	1 184	1 181	1 068	1 714	2 287
Kredyty i pożyczki	25 743	30 593	34 509	40 547	44 811	47 826
Dłużne papiery wartościowe	33 180	24 001	24 825	24 825	22 839	23 296
Akcje, udziały i inne inwestycje	107	116	157	141	148	156
Aktywa trwałe	544	549	544	490	509	530
Wartości niematerialne i prawne	92	104	118	142	146	154
Inne aktywa	787	681	788	800	813	825
Aktywa ogółem	69 610	59 883	64 518	69 720	72 757	76 963
Zobowiązania wobec sektora finansowego	11 993	3 974	4 039	9 088	9 361	9 641
Depozyty	47 067	47 585	47 400	48 759	50 733	53 984
Wyemitowane papiery wartościowe	5 147	2 192	5 974	3 584	3 656	3 656
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	1 182	1 249	1 454	1 882	1 973	2 067
Zobowiązania ogółem	65 388	54 999	58 867	63 314	65 722	69 349
Kapitały własne	4 222	4 884	5 651	6 406	7 034	7 614
Pasywa ogółem	69 610	59 883	64 518	69 720	72 757	76 963

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	57	19	13	17	11	7
Aktywa ogółem	34	-14	8	8	4	6
Depozyty	6	1	0	3	4	6
Kapitały własne	10	16	16	13	10	8

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	1,9	3,7	4,2	4,3	4,0	3,9
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	100,0	75,7	72,0	68,7	77,3	84,2
Kredyty / Aktywa	37,0	51,1	53,5	58,2	61,6	62,1
Depozyty / Aktywa	67,6	79,5	73,5	69,9	69,7	70,1
Kredyty / Depozyty	54,7	64,3	72,8	83,2	88,3	88,6
Kapitały własne / Aktywa	6,1	8,2	8,8	9,2	9,7	9,9
Współczynnik wypłacalności	10,4	12,0	13,1	12,9	13,3	13,4
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	10,4	12,0	13,1	12,9	13,3	13,4

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	14,40 PLN
Cena docelowa	13,10 PLN
Kapitalizacja	3,9 mld PLN
Free float	0,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,00 mln PLN

Struktura akcjonariatu

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

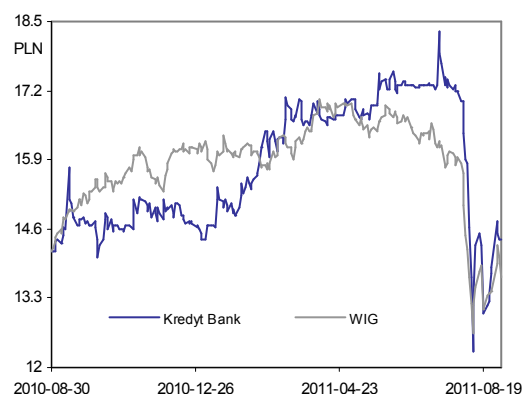
Profil spółki

Kredyt Bank jest siódmym największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach ok. 3,5%. W strukturze zarówno depozytów jak i kredytów dominuje segment detaliczny. Kredyty hipoteczne są odpowiedzialne za ponad połowę portfela kredytowego banku, z czego ok. 65% stanowią kredyty walutowe. Pod koniec 2008 bank rozpoczął proces restrukturyzacji kosztowej, która pozwoliła obniżyć wskaźnik koszty/dochody do ok. 60%. Ponadto bank sprzedał swojego pośrednika produktów consumer finance, Żagiel. Spółka posiłkuje się finansowaniem z grupy KBC, zarówno w formie długu podporządkowanego jak i linii kredytowych.

Ważne daty

10.11.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011
09.02.2012 - publikacja raportu za 4Q 2011
24.02.2012 - publikacja raportu za 2011

Kurs akcji Kredyt Banku na tle WIG



Iza Rokicka

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

Kredyt Bank Redukuj

KRB PW; BKRE.WA

(Obniżona)

KBC może sprzedaż z zyskiem poniżej obecnej ceny

Obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 23% do 13,1 PLN oraz obniżamy naszą rekomendację na Kredyt Bank do Redukuj (z Trzymaj poprzednio). W naszej opinii obecna sytuacja inwestorów mniejszościowych Kredyt Banku nie jest jednoznacznie pozytywna w związku z faktem, że KBC oficjalnie wystawiło na sprzedaż swój 80% udział w banku oraz że z bardzo dużym prawdopodobieństwem nabywający będzie musiał przeprowadzić wezwanie na 100%. Na koniec 2Q 2011 wartość Kredyt Banku na bilansie KBC wynosiła 658 mln EUR (12,62 PLN przy obecnym kursie, czyli 1,2x P/BV na 1H11), czyli 12% poniżej bieżącej wyceny rynkowej. Uważamy, że istnieje realne ryzyko iż cena transakcji będzie poniżej obecnej ceny rynkowej, ponieważ nabywający najprawdopodobniej będzie musiał wymienić całe finansowanie jakie KBC udzieliło Kredyt Bankowi (9,2 mld PLN, czyli 21% aktywów oraz 2,3x obecnej kapitalizacji Kredyt Banku).

Silny CHF stanowi poważne zagrożenie dla kosztu ryzyka

Uważamy, że silny CHF stanowi zagrożenie dla Kredyt Banku głównie od strony presji na koszt ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych (66% kredytów hipotecznych stanowią kredyty walutowe). Ponieważ KBC nadal finansuje bank bezpośrednio w CHF (również w formie długu podporządkowanego) zarówno negatywny wpływ na współczynnik wypłacalności jaki i marże odsetkową jest ograniczony.

Prawdopodobnie najmniej korzystna struktura portfela kredytów hipotecznych w sektorze

Szacujemy, że ok. 40% obecnej wartości portfela kredytów hipotecznych stanowią kredyty udzielone w 2008 (z czego ok. 90% są to kredyty walutowe). Jest to wynik najwyższy wśród banków przez nas analizowanych i znacząco powyżej średniej dla sektora (ok. 20-25%). Uważamy, że przy utrzymującym się na wysokim poziomie kurs CHF PLN, Kredyt Bank w większym stopniu niż średnia w sektorze odczuje presję na koszt ryzyka w hipotekach, co może stanowić poważne zagrożenie dla utrzymania wskaźnika ROE powyżej 10% w średnim terminie.

Niesprzyjająca wysoka dźwignia operacyjna

Przy relatywnie wysokim wskaźniku koszty/dochodów (powyżej 60%) oraz wysokim udziale wyniku odsetkowego w przychodach banku (ponad 70%), uważamy, że Kredyt Bank ma wysoką niesprzyjającą dźwignię operacyjną przy pogarszających się perspektywach dla sektora bankowego w 2012.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 061	1 128	1 185	1 194	1 231
WNDB	1 530	1 588	1 578	1 623	1 680
Zysk operacyjny*	848	703	647	655	689
Zysk netto	35	186	361	350	421
Marża odsetkowa (%)	2,73	2,74	2,64	2,55	2,52
Koszty / Przychody (%)	54,7	56,9	60,5	60,9	60,3
ROE (%)	1,3	6,9	12,2	10,7	11,5
EPS (PLN)	0,13	0,68	1,33	1,29	1,55
BVPS (PLN)	9,53	10,41	11,39	12,68	14,23
DPS (PLN)**	0,00	0,37	0,00	0,00	0,46
P/E (x)	113,2	21,0	10,8	11,2	9,3
P/BV (x)	1,51	1,38	1,26	1,14	1,01
Stopa dywidendy (%)**	0,0	2,6	0,0	0,0	3,2

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

**Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych**

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	361	350	421	465	510	554	595	635	670	697		
Zmiana R/R (%)	93,9	-3,0	20,4	10,6	9,6	8,6	7,6	6,6	5,6	4,0	4,0	
Kapitały własne	3 095	3 444	3 865	4 204	4 551	4 900	5 246	5 582	5 902	6 195		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	30,0	35,0	40,1	45,1	50,2	55,2	60,2	65,3	65,3	
ROE (%)	12,2	10,7	11,5	11,5	11,6	11,7	11,7	11,7	11,7	11,5	11,5	
Koszt kapitału własnego (%)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	1,5	0,0	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	
Zysk rezydualny	45	1	32	36	44	50	55	58	58	52	788	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	44	1	25	25	28	29	29	28	25	20	306	
Kapitały własne na koniec 2010												2 828
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-101
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												6
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												70
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												185
Zdyskontowana wartość rezydualna												306
Wartość godziwa												3 295
Liczba akcji (mln)												271,7
Wartość godziwa na akcję (PLN)												12,1
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												13,1
Cena obecna (PLN)												14,4
Potencjał zmiany (%)												-9,0

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	1 060	1 061	1 128	1 185	1 194	1 231
Wynik z prowizji	293	304	330	331	351	368
Wynik handlowy	233	165	131	63	77	81
Wynik na działalności bankowej	1 586	1 530	1 588	1 578	1 623	1 680
Pozostały przychody operacyjne netto	50	342	43	62	53	55
Przychody pozaodsetkowe	576	811	504	455	481	504
Przychody ogółem	1 636	1 872	1 632	1 640	1 675	1 735
Koszty osobowe	-536	-457	-417	-436	-452	-465
Amortyzacja	-104	-115	-101	-98	-101	-104
Pozostałe koszty administracyjne	-465	-453	-410	-459	-467	-477
Koszty operacyjne	-1 105	-1 024	-928	-993	-1 020	-1 046
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	531	848	703	647	655	689
Saldo rezerw	-108	-803	-472	-170	-222	-166
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	-2	2	3	3	4	4
Zysk brutto	421	47	235	481	437	526
Podatek dochodowy	-96	-12	-49	-120	-87	-105
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	325	35	186	361	350	421
Zyski zatrzymane	325	35	85	361	350	295

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	22	0	6	5	1	3
Przychody pozaodsetkowe	11	41	-38	-10	6	5
Przychody ogółem	18	14	-13	1	2	4
Koszty operacyjne	13	-7	-9	7	3	3
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	28	60	-17	-8	1	5
Zysk netto	-17	-89	438	94	-3	20

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,22	2,73	2,74	2,64	2,55	2,52
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,32	2,80	2,80	2,71	2,61	2,58
Spread odsetkowy	2,90	2,50	2,64	2,51	2,35	2,31
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	35,2	43,3	30,9	27,8	28,7	29,1
Koszty / Przychody	67,5	54,7	56,9	60,5	60,9	60,3
Koszty / Aktywa	3,35	2,63	2,25	2,22	2,18	2,15
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,50	3,04	1,77	0,60	0,75	0,55
Efektywna stopa podatkowa (%)	22,8	25,9	20,8	25,0	20,0	20,0
ROE	13,2	1,3	6,9	12,2	10,7	11,5
ROA	0,99	0,09	0,45	0,81	0,75	0,86

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	828	1 175	1 944	958	1 013	1 078
Należności od sektora finansowego	339	188	1 464	1 497	1 701	2 224
Kredyty i pożyczki	26 733	26 054	27 282	29 322	29 751	30 745
Dłużne papiery wartościowe	9 859	10 696	11 650	13 398	14 068	14 771
Akcje, udziały i inne inwestycje	10	12	15	17	17	17
Aktywa trwałe	422	354	290	261	288	316
Wartości niematerialne i prawne	61	51	50	58	64	70
Inne aktywa	479	547	679	722	740	759
Aktywa ogółem	38 731	39 077	43 374	46 234	47 642	49 980
Zobowiązania wobec sektora finansowego	13 238	12 403	12 151	11 786	11 197	11 197
Depozyty	20 275	22 469	25 661	27 361	28 952	30 812
Wyemitowane papiery wartościowe	9	0	229	1 545	1 591	1 639
Otrzymane pożyczki podporządkowane	280	806	911	1 029	1 029	1 029
Inne zobowiązania	2 283	810	1 595	1 387	1 396	1 405
Zobowiązania ogółem	36 085	36 488	40 546	43 108	44 166	46 082
Kapitały własne	2 646	2 589	2 828	3 126	3 476	3 898
Pasywa ogółem	38 731	39 077	43 374	46 234	47 642	49 980

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	61	-3	5	7	1	3
Aktywa ogółem	43	1	11	7	3	5
Depozyty	19	11	14	7	6	6
Kapitały własne	16	-2	9	11	11	12

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	4,9	8,6	9,7	10,1	10,0	9,9
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	68,7	66,3	67,8	48,2	54,4	58,0
Kredyty / Aktywa	69,0	66,7	62,9	63,5	62,5	61,6
Depozyty / Aktywa	52,3	57,5	59,2	59,2	60,8	61,7
Kredyty / Depozyty	131,9	116,0	106,3	107,2	102,8	99,8
Kapitały własne / Aktywa	6,8	6,6	6,3	6,7	7,2	7,7
Współczynnik wypłacalności	8,8	11,8	12,5	12,0	12,9	13,5
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	7,3	8,8	8,9	8,7	9,6	10,3

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	4,49 PLN
Cena docelowa	4,80 PLN
Kapitalizacja	5,4 mld PLN
Free float	1,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	14,95 mln PLN

Struktura akcjonariatu

BCP	65,5%
ING OFE	5,0%
Pozostali	30,0%

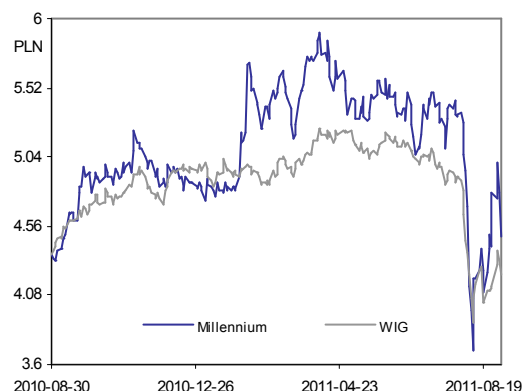
Profil spółki

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

Ważne daty

26.10.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011

Kurs akcji Millennium na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Millennium Trzymaj

MIL PW; BIGW.WA

(Podwyższona)

Premia przejściowa już zdyskontowana

Chociaż obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 4% do 4,80 PLN, podwyższamy naszą rekomendację na walory Millennium do Trzymaj (z poprzednio Redukuj). Millennium, podobnie jak Kredyt Bank, najprawdopodobniej zmieni inwestora strategicznego z powodu problemów finansowych spółki-matki, BCP. Ponieważ w naszej opinii jest ono bardziej perspektywicznym aktywem niż Kredyt Bank, przez co najprawdopodobniej będzie się cieszył większym zainteresowaniem ze strony potencjalnych kupujących, spekulacyjnie wbudowujemy w naszą wycenę 10% premię przejściową. Zwracamy uwagę, że ryzyko korekty kursu poniżej 4,42 PLN jest ograniczone, ponieważ w naszej opinii jest to minimalna cena, po której BCP może zdecydować się na spieniężenie swoich udziałów.

Silny CHF negatywnie wpływa głównie na marżę odsetkową oraz...

Millennium praktycznie cały swój portfel walutowych kredytów hipotecznych (ok. 20 mld PLN) finansuje na rynku swapów. Ponieważ ok. 12% swapów musi być zrolowana w 2H 2011, uważamy, że silny i umacniający się CHF stanowi zagrożenie dla marży odsetkowej banku, zarówno poprzez wyższy koszt finansowania w walucie obcej jak i poprzez wyższy koszt finansowania w PLN.

... stanowi zagrożenie dla kosztu ryzyka

Według naszych szacunków, ok. 30% obecnego portfela hipotek na bilansie banku zostało sprzedanych w newralgicznym roku 2008 (w tym ok. 95% stanowią kredyty walutowe). Uważamy, że przy utrzymującym się wysokim poziomie kursu CHF PLN, Millennium jest narażone na zwiększone odpisy na ryzyko kredytowe, co w naszej opinii nie do końca jest odzwierciedlone w obecnym konsensusie rynkowym.

Kurs Millennium ograniczony z dołu na poziomie 4,42 PLN

Na koniec 2Q11 wartość bilansowa 65,5% udziału w Millennium na bilansie BCP wyniosła 843 mln EUR, czyli ok. 4,42 PLN na akcję (tylko 2% poniżej obecnej ceny rynkowej). Uważamy, że BCP nie zdecyduje się na sprzedaż swoich udziałów w banku poniżej tej ceny. Sądzymy, że jest punkt odniesienia poniżej którego wycena rynkowa Millennium nie powinna spadać dopóki nie zostanie przesądzona ostatecznie kwestia inwestora strategicznego. Ponadto, uważamy, że istnieje przynajmniej 50% prawdopodobieństwo, że nowy inwestor przeprowadzi wezwanie do 100%, co oznacza, że akcjonariusze mniejszościowi przynajmniej częściowo będą mogli sprzedać swoje udziały po cenie transakcyjnej.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	691	1 010	1 226	1 286	1 328
WNDB	1 434	1 714	1 935	2 050	2 133
Zysk operacyjny*	431	633	768	833	873
Zysk netto	1	326	470	514	558
Marża odsetkowa (%)	1,50	2,20	2,51	2,46	2,41
Koszty / Przychody (%)	70,4	63,1	59,8	59,0	58,9
ROE (%)	0,1	9,5	11,1	11,3	11,5
EPS (PLN)	0,00	0,28	0,39	0,42	0,46
BVPS (PLN)	3,28	3,37	3,62	3,89	4,13
DPS (PLN)**	0,00	0,10	0,15	0,21	0,28
P/E (x)	-	15,9	11,6	10,6	9,8
P/BV (x)	1,37	1,33	1,24	1,16	1,09
Stopa dywidendy (%)**	0,0	2,2	3,5	4,7	6,1

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

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	470	514	558	602	646	689	731	771	809	841		
Zmiana R/R (%)	44,2%	9,4%	8,5%	7,9%	7,3%	6,7%	6,1%	5,5%	4,9%	4,0%	4,0%	
Kapitały własne	4 388	4 714	5 015	5 282	5 561	5 849	6 146	6 448	6 755	7 061		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	40,0%	50,0%	60,0%	61,0%	62,0%	63,1%	64,1%	65,1%	66,1%	67,1%	67,1%	
ROE (%)	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%	11,9%	12,1%	12,2%	12,2%	12,3%	12,2%	12,2%	
Koszt kapitału własnego (%)	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	
Zysk rezydualny	18	29	40	53	68	81	92	100	106	105	1 584	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	18	26	31	38	44	47	49	48	46	41	616	
Kapitały własne na koniec 2010												4 091
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-121
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												-51
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												75
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												313
Zdyskontowana wartość rezydualna												616
Wartość godziwa												4 922
Liczba akcji (mln)												1 213
Wartość godziwa na akcję (PLN)												4,06
Premia przejściowa												10
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												4,80
Cena obecna (PLN)												4,49
Potencjał zmiany (%)												6,9%

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy (ze swapami)	1 135	691	1 010	1 226	1 286	1 328
Wynik z prowizji	472	494	565	581	619	658
Wynik handlowy	220	249	140	129	146	147
Wynik na działalności bankowej	1 827	1 434	1 714	1 935	2 050	2 133
Pozostały przychody operacyjne netto	21	20	2	-23	-18	-6
Przychody pozaodsetkowe	713	763	707	686	746	799
Przychody ogółem	1 848	1 454	1 716	1 912	2 032	2 126
Koszty osobowe	-609	-471	-526	-547	-577	-606
Amortyzacja	-73	-80	-76	-69	-72	-76
Pozostałe koszty administracyjne	-510	-472	-481	-528	-550	-572
Koszty operacyjne	-1 192	-1 023	-1 083	-1 144	-1 199	-1 253
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	656	431	633	768	833	873
Saldo rezerw	-135	-436	-225	-176	-191	-176
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	0	7	0	0	0	0
Zysk brutto	521	2	408	591	643	697
Podatek dochodowy	-108	0	-82	-121	-129	-139
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	413	1	326	470	514	558
Zyski zatrzymane	413	1	205	282	257	223

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	38	-39	46	21	5	3
Przychody pozaodsetkowe	-20	7	-7	-3	9	7
Przychody ogółem	8	-21	18	11	6	5
Koszty operacyjne	13	-14	6	6	5	5
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1	-34	47	21	9	5
Zysk netto	-11	-	-	44	9	8

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,92	1,50	2,20	2,51	2,46	2,41
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,00	1,53	2,24	2,55	2,51	2,45
Spread odsetkowy	2,66	1,25	1,95	2,13	2,11	2,07
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	38,6	52,5	41,2	35,9	36,7	37,6
Koszty / Przychody	64,5	70,4	63,1	59,8	59,0	58,9
Koszty / Aktywa	3,07	2,22	2,36	2,34	2,30	2,27
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,48	1,29	0,64	0,45	0,45	0,40
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,8	20,3	20,1	20,5	20,0	20,0
ROE	15,5	0,1	9,5	11,1	11,3	11,5
ROA	1,06	0,00	0,71	0,96	0,98	1,01

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 803	2 191	2 051	1 399	1 491	1 587
Należności od sektora finansowego	1 580	696	1 486	1 368	2 119	3 385
Kredyty i pożyczki	33 809	33 694	36 794	41 646	43 129	44 727
Dłużne papiery wartościowe	9 194	7 196	5 938	5 500	6 000	6 000
Akcje, udziały i inne inwestycje	5	12	12	12	12	12
Aktywa trwałe	385	347	242	206	216	227
Wartości niematerialne i prawne	22	23	30	27	28	30
Inne aktywa	317	756	432	638	662	688
Aktywa ogółem	47 115	44 914	46 984	50 796	53 657	56 655
Zobowiązania wobec sektora finansowego	3 061	4 909	2 084	2 189	2 254	2 322
Depozyty	33 204	33 901	36 066	39 968	42 589	45 350
Wyemitowane papiery wartościowe	5 327	1 707	1 945	1 600	1 648	1 697
Otrzymane pożyczki podporządkowane	961	946	912	624	624	624
Inne zobowiązania	1 747	663	1 886	2 027	1 827	1 647
Zobowiązania ogółem	44 300	42 126	42 893	46 408	48 942	51 640
Kapitały własne	2 815	2 787	4 091	4 388	4 714	5 015
Pasywa ogółem	47 115	44 914	46 984	50 796	53 657	56 655

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	53	0	9	13	4	4
Aktywa ogółem	54	-5	5	8	6	6
Depozyty	47	2	6	11	7	6
Kapitały własne	12	-1	47	7	7	6

Źródło: Millennium, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	3,4	5,8	5,8	5,1	4,8	4,7
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	64,4	54,4	54,1	60,9	70,4	78,5
Kredyty / Aktywa	71,8	75,0	78,3	82,0	80,4	78,9
Depozyty / Aktywa	70,5	75,5	76,8	78,7	79,4	80,0
Kredyty / Depozyty	101,8	99,4	102,0	104,2	101,3	98,6
Kapitały własne / Aktywa	6,0	6,2	8,7	8,6	8,8	8,9
Współczynnik wypłacalności	10,2	11,3	14,4	13,3	13,5	13,1
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	7,9	8,9	12,3	11,5	11,8	11,8

Źródło: Millennium, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	142,1 PLN
Cena docelowa	160,0 PLN
Kapitalizacja	37,3 mld PLN
Free float	15,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	163,31 mln PLN

Struktura akcjonariatu

UniCredit	59,2%
Pozostali	40,8%

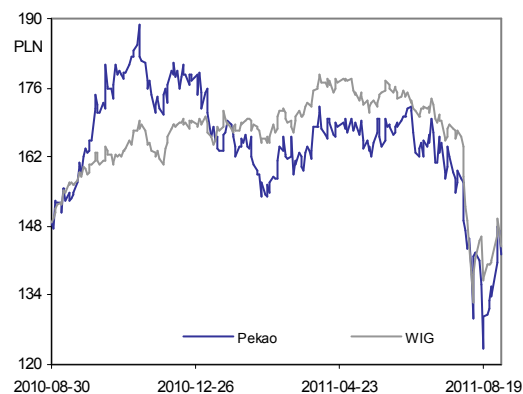
Profil spółki

Pekao jest drugim największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 12%. Bank ma największy w Polsce portfel depozytów i kredytów korporacyjnych, drugą największą bazę depozytów detalicznych i czwarty największy portfel kredytów detalicznych. Pekao jest najlepiej dokapitalizowanym bankiem wśród banków giełdowych ze współczynnikiem kapitałów własnych (Tier1) na poziomie ponad 18%. Spółka zamierza wykorzystać nadwyżkowy kapitał zarówno na wzrost organiczny jak i na przejęcia. Bank jest udziałowcem banku na Ukrainie, OJSC UniCredit, którego portfel kredytowy stanowi ok. 2% portfela kredytowego grupy.

Ważne daty

14.11.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011

Kurs akcji Pekao na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Pekao

PEO PW; BEPE.WA

Akumuluj

(Niezmieniona)

Nadwyżka kapitałowa zasługuje na premię

Utrzymujemy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 160 PLN oraz rekomendację Akumuluj na walory Pekao. Pekao jako największy korporacyjny bank w Polsce będzie naturalnym beneficjentem szybkiego przyrastających wolumenów po stronie kredytowej, a jego marginalne zaangażowanie w walutowe kredyty hipoteczne czyni go odpornym na ryzyka związane z utrzymującym się silnym poziomem CHF. Co więcej, uważamy, że potencjał wynikający z opcji M&A zasługuje na znaczną premię na wycenie wskaźnikowej banku względem wyceny sektora. Mając na uwadze nadchodzące transakcje M&A w sektorze, w których Pekao może odegrać kluczową rolę jako konsolidator rynku, uważamy, że pojawiają się okazyje efektywnego zaalokowania 6,5 mld PLN kapitału nadwyżkowego oraz uwolnienia synergii połączeniowych.

Akcja kredytowa w korporacjach wesprze marżę odsetkową

Obecna wysoka płynność bilansu (kredyty/depozytów na poziomie 87%) pozwoli Pekao rozwijać akcję kredytową w segmencie korporacyjnym, który naszym zdaniem ma znacznie lepsze perspektywy wzrostu w 2012 niż segment detaliczny. W konsekwencji bardziej rentowna struktura aktywów przełoży się na poprawę marży odsetkowej (3,5% w 2012 względem 3,4% w tym roku), nawet pomimo oczekiwanej obniżki stóp procentowych na początku przyszłego roku.

Niemalże wolny od ryzyk związanych z utrzymaniem się silnego CHF

Pomimo tego, że Pekao ma na bilansie 6 mld PLN walutowych kredytów hipotecznych, uważamy, że bank jest wolny niemalże od wszystkich ryzyk związanych z utrzymaniem się silnego CHF. Nie jest on zagrożeniem ani dla bardzo wysokiego współczynnika wypłacalności (18,4%), ani nie stanowi presji na koszt ryzyka (walutowe kredyty hipoteczne stanowią jedynie 7% kredytów ogółem). Pekao może jedynie być pośrednio dotknięte przez potencjalnie podwyższone oprocentowanie depozytów na rynku.

Notowany jest z 14-19% dyskontem do swoich historycznych średnich

Pekao jest notowany na wskaźniku na poziomie P/E 13,1x na 2011 i 12,5x na 2012. Chociaż oznacza to odpowiednio 2% i 17% premii do spółek porównywalnych, uważamy ją za w pełni usprawiedliwioną bardzo wysokim poziomem kapitału nadwyżkowego oraz opcją M&A. Zwracamy uwagę, że Pekao wyceniany jest obecnie z 14% i 19% dyskontem do swoich historycznych średnich z lat 2008-2011. Co więcej, obecna cena rynkowa uwzględnia wysoką oczekiwaną stopę dywidendy za 2011, 5,7%.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	4 018	4 227	4 601	4 803	5 067
WNDB	7 063	7 197	7 674	7 996	8 418
Zysk operacyjny*	3 467	3 563	3 983	4 181	4 474
Zysk netto	2 412	2 525	2 841	2 991	3 224
Marża odsetkowa (%)	3,06	3,19	3,43	3,51	3,53
Koszty / Przychody (%)	51,4	50,6	48,5	48,1	47,3
ROE (%)	14,1	13,1	13,7	13,8	14,2
EPS (PLN)	9,20	9,63	10,83	11,40	12,29
BVPS (PLN)	69,71	76,89	81,09	84,36	88,10
DPS (PLN)**	2,90	6,80	8,12	8,55	9,21
P/E (x)	15,5	14,8	13,1	12,5	11,6
P/BV (x)	2,04	1,85	1,75	1,68	1,61
Stopa dywidendy (%)**	2,0	4,8	5,7	6,0	6,5

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

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto z bieżącej działalności	2 609	2 762	2 995	3 219	3 441	3 658	3 867	4 064	4 247	4 417		
Zmiana R/R (%)	12,4	5,9	8,4	7,5	6,9	6,3	5,7	5,1	4,5	4,0	4,0	
Kapitał własny potrzebny na bieżącą działalność	14 774	15 634	16 615	17 416	18 264	19 155	20 087	21 055	22 055	23 086		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	81,7	81,2	80,7	80,6	80,4	80,2	80,1	79,9	79,7	79,6	79,6	
ROE (%)	18,3	18,2	18,6	18,9	19,3	19,6	19,7	19,8	19,7	19,6	19,6	
Koszt kapitału własnego (%)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	7,7	7,5	7,9	8,3	8,6	8,9	9,1	9,1	9,1	8,9	8,9	
Zysk rezydualny	1 094	1 142	1 277	1 407	1 541	1 666	1 777	1 873	1 951	2 014	30 280	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	1 058	998	1 009	1 004	994	971	936	892	839	783	11 774	
Kapitały własne na koniec 2010 pomniejszony o kapitał nadwyżkowy												13 674
Kapitał nadwyżkowy												6 500
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-1 784
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												44
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												3 064
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												6 419
Zdyskontowana wartość rezydualna												11 774
Wartość godziwa												39 692
Liczba akcji (mln)												262,4
Wartość godziwa na akcję (PLN)												150
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												160
Cena obecna (PLN)												142,1
Potencjał zmiany (%)												12,6

Źródło: Pekao, Dł BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy (ze swapami)	4 642	4 018	4 227	4 601	4 803	5 067
Wynik z prowizji	2 342	2 289	2 368	2 538	2 595	2 678
Wynik handlowy	702	756	602	534	598	674
Wynik na działalności bankowej	7 686	7 063	7 197	7 674	7 996	8 418
Pozostały przychody operacyjne netto	596	77	16	54	59	64
Przychody pozaodsetkowe	3 640	3 122	2 986	3 127	3 252	3 415
Przychody ogółem	8 282	7 140	7 212	7 728	8 055	8 482
Koszty osobowe	-1 875	-1 856	-1 950	-2 025	-2 102	-2 181
Amortyzacja	-414	-439	-392	-380	-388	-395
Pozostałe koszty administracyjne	-1 513	-1 378	-1 307	-1 340	-1 383	-1 432
Koszty operacyjne	-3 802	-3 673	-3 649	-3 745	-3 873	-4 008
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	4 480	3 467	3 563	3 983	4 181	4 474
Saldo rezerw	-263	-535	-538	-555	-565	-574
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	128	65	76	84	88	92
Zysk brutto	4 346	2 997	3 102	3 511	3 704	3 993
Podatek dochodowy	-805	-576	-571	-662	-704	-759
Zyski udziałowców mniejszościowych	-13	-10	-5	-9	-10	-11
Zysk netto	3 528	2 412	2 525	2 841	2 991	3 224
Zyski zatrzymane	3 528	1 651	741	710	748	806

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	71	-13	5	9	4	6
Przychody pozaodsetkowe	45	-14	-4	5	4	5
Przychody ogółem	58	-14	1	7	4	5
Koszty operacyjne	38	-3	-1	3	3	3
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	81	-23	3	12	5	7
Zysk netto	78	-32	5	12	5	8

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,63	3,06	3,19	3,43	3,51	3,53
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,88	3,23	3,35	3,65	3,72	3,73
Spread odsetkowy	3,57	2,95	3,06	3,32	3,37	3,39
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	43,9	43,7	41,4	40,5	40,4	40,3
Koszty / Przychody	45,9	51,4	50,6	48,5	48,1	47,3
Koszty / Aktywa	2,97	2,80	2,76	2,79	2,83	2,79
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	0,35	0,66	0,67	0,64	0,59	0,55
Efektywna stopa podatkowa (%)	18,5	19,2	18,4	18,9	19,0	19,0
ROE	23,0	14,1	13,1	13,7	13,8	14,2
ROA	2,76	1,84	1,91	2,12	2,18	2,25

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	9 934	9 620	5 969	3 439	3 558	3 771
Należności od sektora finansowego	7 909	7 203	6 259	-535	-2 129	-4 109
Kredyty i pożyczki	82 515	79 484	80 843	92 672	100 019	106 987
Dłużne papiery wartościowe	22 586	29 830	32 938	30 632	30 632	32 776
Akcje, udziały i inne inwestycje	309	240	215	204	204	210
Aktywa trwałe	1 906	1 822	1 822	1 749	1 801	1 855
Wartości niematerialne i prawne	691	654	643	578	578	596
Inne aktywa	6 090	1 763	5 402	5 171	5 171	5 171
Aktywa ogółem	131 941	130 616	134 090	133 911	139 835	147 257
Zobowiązania wobec sektora finansowego	14 993	8 479	7 641	7 259	8 493	8 748
Depozyty	90 889	97 250	99 767	98 270	101 643	107 736
Wyemitowane papiery wartościowe	7 616	3 624	2 770	2 687	3 143	3 238
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 495	2 975	3 738	4 420	4 421	4 421
Zobowiązania ogółem	115 993	112 328	113 916	112 636	117 700	124 142
Kapitały własne	15 947	18 288	20 174	21 274	22 134	23 115
Pasywa ogółem	131 941	130 616	134 090	133 911	139 835	147 257

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	18	-4	2	15	8	7
Aktywa ogółem	6	-1	3	0	4	5
Depozyty	1	7	3	-2	3	6
Kapitały własne	9	15	10	5	4	4

Źródło: Pekao, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	5,2	6,4	6,3	6,3	5,6	5,4
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	88,2	78,7	76,2	73,5	86,7	93,4
Kredyty / Aktywa	62,5	60,9	60,3	69,2	71,5	72,7
Depozyty / Aktywa	68,9	74,5	74,4	73,4	72,7	73,2
Kredyty / Depozyty	90,8	81,7	81,0	94,3	98,4	99,3
Kapitały własne / Aktywa	12,1	14,0	15,0	15,9	15,8	15,7
Współczynnik wypłacalności	12,3	16,2	17,6	17,1	16,9	16,6
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,3	16,2	17,6	17,1	16,9	16,6

Źródło: Pekao, DI BRE Banku



Banki
Polska

Cena bieżąca	34,54 PLN
Cena docelowa	41,00 PLN
Kapitalizacja	43,2 mld PLN
Free float	21,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	220,45 mln PLN

Struktura akcjonariatu

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

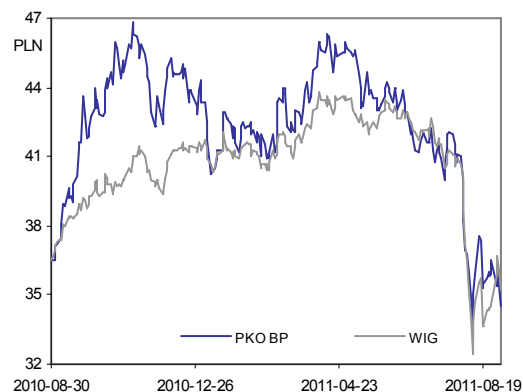
Profil spółki

PKO BP jest największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 14%. Bank ma największy w kraju portfel depozytów i kredytów detalicznych oraz drugi po Pekao portfel depozytów i kredytów korporacyjnych. Bank ma zrównoważony bilans oraz zadawalający poziom współczynnika wypłacalności. Spółka posiada 99,6% udziałów w banku ukraińskim, Kredobanku, który jest odpowiedzialny za ok. 1% aktywów grupy. Zgodnie ze strategią, bank ma osiągnąć w 2012 zysk netto powyżej 4 mld PLN i ROE powyżej 16%, przy współczynniku koszty/dochody poniżej 45%.

Ważne daty

03.11.2011 - publikacja raportu za 3Q 2011
01.03.2012 - publikacja raportu za 2011

Kurs akcji PKO BP na tle WIG



Iza Rokicka

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

PKO BP

PKO PW; BAPE.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

Spowolnienie gospodarcze więcej niż w cenie

Chociaż obniżamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 13% do 41,0 PLN, utrzymujemy rekomendację Kupuj na walory PKO BP. Uważamy, że ryzyka dla banku związane ze spowolnieniem gospodarczym, perspektywą niższych stóp procentowych oraz silnym CHF są więcej niż odzwierciedlone w obecnej cenie rynkowej. Na konserwatywnej prognozie zysku netto na 2012 na poziomie 4,0 mld PLN (14% poniżej konsensusu rynkowego), PKO BP jest notowane na atrakcyjnym wskaźniku P/E na poziomie 10,5x. Jako zagrożenie dla kursu akcji widzimy wznowienie wtórnej oferty publicznej banku, chociaż sądzimy przy obecnej wycenie rynkowej jest ono ograniczone.

Pomimo presji na marżę odsetkową, wynik odsetkowy wzrośnie w 2012

Chociaż oczekiwana obniżka stopy referencyjnej na początku 2012 przełoży się negatywnie na marżę odsetkową (z 4,2% w 2011 do 4,1% w 2012), nie widzimy zagrożenia dla wzrostu wyniku odsetkowego w przyszłym roku. Naszym zdaniem silny CHF oraz potrzeby refinansowania swapami portfela hipotek nie stanowią zagrożenia dla naszej prognozy marży odsetkowej. Po tym jak PKO BP uplasowało 250 mln CHF euroobligacji, do końca roku musi refinansować jedynie 150 mln CHF, czyli 2% obecnego portfela walutowych kredytów hipotecznych.

Znacznie bezpieczniejszy portfel walutowych kredytów hipotecznych niż średnia w sektorze oraz względem mniejszych graczy

Uważamy, że sytuacja PKO BP w związku z walutowymi kredytami hipotecznymi jest znacznie lepsza niż u mniejszych giełdowych konkurentów (Getina, Millennium czy Kredyt Banku). Jedynie 19% portfela kredytowego banku stanowią walutowe kredyty hipoteczne, czyli ok. 4p.p. poniżej średniej dla sektora. Ponadto, szacujemy, że tylko ok. 16% obecnego portfela hipotek stanowią te udzielone w 2008 (względem ok. 20-25% w sektorze). W końcu zwracamy uwagę, że obecny koszt ryzyka na ten portfel (ok. 90pb.) jako baza odniesienia jest znacznie większy niż w przypadku Millennium czy Kredyt Banku. W naszej opinii oznacza to, że potencjalna presja na koszt ryzyka jest bardzo ograniczona.

Ryzyko podaży akcji na razie odłożone

Z powodu niesprzyjającej sytuacji rynkowej, oferta wtórna akcji PKO BP na maksymalnie 15% kapitału została odłożona w czasie (na razie do października-listopada 2011). Chociaż ryzyko znacznej podaży akcji nadal istnieje, sądzimy że jest ograniczone przy obecnej cenie rynkowej.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	5 051	6 516	7 517	7 870	8 320
WNDB	8 607	10 022	10 921	11 458	12 099
Zysk operacyjny*	4 624	5 948	6 661	6 886	7 193
Zysk netto	2 306	3 217	3 871	4 093	4 486
Marża odsetkowa (%)	3,47	4,00	4,24	4,14	4,14
Koszty / Przychody (%)	47,9	41,7	39,8	40,7	41,4
ROE (%)	13,4	15,4	17,6	17,2	17,3
EPS (PLN)	2,06	2,57	3,10	3,27	3,59
BVPS (PLN)	16,34	17,09	18,14	19,87	21,65
DPS (PLN)**	1,90	1,98	1,55	1,80	2,15
P/E (x)	16,8	13,4	11,2	10,5	9,6
P/BV (x)	2,11	2,02	1,90	1,74	1,60
Stopa dywidendy (%)**	5,5	5,7	4,5	5,2	6,2

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

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	3 871	4 093	4 486	4 894	5 308	5 722	6 131	6 529	6 911	7 187		
Zmiana R/R (%)	20,3	5,7	9,6	9,1	8,5	7,8	7,2	6,5	5,9	4,0	4,0	
Kapitały własne	22 674	24 831	27 066	29 268	31 522	33 803	36 087	38 347	40 554	42 596		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	50,0	55,0	60,0	62,4	64,8	67,2	69,6	72,0	74,5	76,9	76,9	
ROE (%)	17,6	17,2	17,3	17,4	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,3	17,3	
Koszt kapitału własnego (%)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	6,9	6,6	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,6	6,6	
Zysk rezydualny	1 526	1 564	1 722	1 894	2 070	2 243	2 409	2 565	2 710	2 759	41 495	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,39	
Zdyskontowany zysk rezydualny	1 476	1 366	1 360	1 352	1 335	1 307	1 269	1 221	1 166	1 073	16 136	
Kapitały własne na koniec 2010												21 358
Dywidenda wypłacona w roku bieżącym												-2 475
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto												-80
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P												4 202
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P												8 724
Zdyskontowana wartość rezydualna												16 136
Wartość godziwa												47 864
Liczba akcji (mln)												1 250
Wartość godziwa na akcję (PLN)												38,29
9-miesięczna cena docelowa (PLN)												41,00
Cena obecna (PLN)												34,54
Potencjał zmiany (%)												18,7%

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	6 127	5 051	6 516	7 517	7 870	8 320
Wynik z prowizji	2 412	2 583	3 143	3 141	3 306	3 479
Wynik handlowy	558	973	363	263	283	300
Wynik na działalności bankowej	9 097	8 607	10 022	10 921	11 458	12 099
Pozostały przychody operacyjne netto	292	261	176	152	160	176
Przychody pozaodsetkowe	3 261	3 817	3 681	3 557	3 749	3 955
Przychody ogółem	9 388	8 868	10 198	11 074	11 618	12 275
Koszty osobowe	-2 429	-2 308	-2 375	-2 368	-2 560	-2 769
Amortyzacja	-430	-469	-512	-523	-549	-576
Pozostałe koszty administracyjne	-1 437	-1 467	-1 362	-1 522	-1 624	-1 737
Koszty operacyjne	-4 296	-4 244	-4 249	-4 412	-4 732	-5 082
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	5 092	4 624	5 948	6 661	6 886	7 193
Saldo rezerw	-1 130	-1 681	-1 868	-1 827	-1 775	-1 593
Udział w zyskach/stratach jednostek zależnych	16	0	-1	0	0	0
Zysk brutto	3 977	2 943	4 079	4 834	5 111	5 600
Podatek dochodowy	-838	-631	-866	-967	-1 022	-1 120
Zyski udziałowców mniejszościowych	-19	-6	4	4	5	5
Zysk netto	3 121	2 306	3 217	3 871	4 093	4 486
Zyski zatrzymane	2 121	-69	742	1 936	1 842	1 794

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Wynik odsetkowy	32	-18	29	15	5	6
Przychody pozaodsetkowe	7	17	-4	-3	5	6
Przychody ogółem	22	-6	15	9	5	6
Koszty operacyjne	6	-1	0	4	7	7
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	39	-9	29	12	3	4
Zysk netto	7	-26	40	20	6	10

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Główne wskaźniki rachunku zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	5,04	3,47	4,00	4,24	4,14	4,14
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	5,29	3,62	4,16	4,39	4,28	4,27
Spread odsetkowy	5,06	3,31	3,85	4,09	3,97	3,95
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	34,7	43,0	36,1	32,1	32,3	32,2
Koszty / Przychody	45,8	47,9	41,7	39,8	40,7	41,4
Koszty / Aktywa	3,53	2,92	2,61	2,49	2,49	2,53
Saldo rezerw / Kredyty netto ogółem	1,27	1,54	1,51	1,33	1,20	1,03
Efektywna stopa podatkowa (%)	21,1	21,5	21,2	20,0	20,0	20,0
ROE	24,1	13,4	15,4	17,6	17,2	17,3
ROA	2,57	1,58	1,97	2,18	2,15	2,23

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 837	7 094	6 182	5 066	5 253	5 595
Należności od sektora finansowego	3 364	2 023	2 307	3 163	2 756	2 561
Kredyty i pożyczki	101 108	116 573	130 668	144 146	151 405	158 791
Dłużne papiery wartościowe	18 264	24 557	24 200	26 621	29 283	33 675
Akcje, udziały i inne inwestycje	247	229	173	164	161	161
Aktywa trwałe	2 965	2 778	2 576	2 499	2 499	2 574
Wartości niematerialne i prawne	1 188	1 308	1 572	1 557	1 634	1 716
Inne aktywa	1 663	1 918	1 981	2 033	2 087	2 143
Aktywa ogółem	134 636	156 479	169 661	185 248	195 080	207 216
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 991	5 153	5 237	6 023	6 204	6 204
Depozyty	102 939	125 073	132 981	144 738	150 094	159 858
Wyemitowane papiery wartościowe	6 362	1 834	5 704	7 304	9 304	9 304
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 619	1 612	1 612	1 612	1 612	1 612
Inne zobowiązania	2 773	2 379	2 769	2 899	3 035	3 174
Zobowiązania ogółem	120 684	136 050	148 303	162 575	170 248	180 151
Kapitały własne	13 952	20 429	21 358	22 674	24 831	27 066
Pasywa ogółem	134 636	156 479	169 661	185 248	195 080	207 216

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Roczne stopy wzrostów głównych pozycji bilansowych

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty i pożyczki	32	15	12	10	5	5
Aktywa ogółem	24	16	8	9	5	6
Depozyty	19	22	6	9	4	7
Kapitały własne	17	46	5	6	10	9

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

Główne wskaźniki bilansu

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Udział kredytów z utratą wartości w kredytach ogółem	4,4	8,3	8,5	7,9	7,3	6,8
Rezerwy / Kredyty z utratą wartości	63,9	39,3	42,0	52,7	69,0	84,2
Kredyty / Aktywa	75,1	74,5	77,0	77,8	77,6	76,6
Depozyty / Aktywa	76,5	79,9	78,4	78,1	76,9	77,1
Kredyty / Depozyty	98,2	93,2	98,3	99,6	100,9	99,3
Kapitały własne / Aktywa	10,4	13,1	12,6	12,2	12,7	13,1
Współczynnik wypłacalności	11,3	14,8	12,5	11,9	12,4	12,7
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	9,9	13,5	11,3	10,9	11,4	11,8

Źródło: PKO BP, DI BRE Banku

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

Departament Analiz:

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

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

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

PICE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

DI BRE Banku S.A. współpracuje z Pekao.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Getin Holding

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Akumuluj
data wydania	2011-01-17	2011-03-03	2011-05-06	2011-06-01	2011-08-04
kurs z dnia rekomendacji	11,75	13,00	14,13	13,86	9,94
WIG w dniu rekomendacji	47258,66	47326,35	49266,97	50025,61	44536,67

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Handlowy

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	93,00
WIG w dniu rekomendacji	47457,37

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2011-01-18	2011-05-09	2011-05-20
kurs z dnia rekomendacji	840,50	892,00	833,00
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	49321,53	48747,55

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kredyt Bank

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2011-01-18	2011-06-03
kurs z dnia rekomendacji	15,44	17,60
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	49824,93

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2011-01-18	2011-02-03	2011-03-03
kurs z dnia rekomendacji	4,90	5,23	5,59
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	47559,15	47326,35

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-01-18	2011-03-03	2011-08-16
kurs z dnia rekomendacji	170,00	164,00	142,50
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	47326,35	39910,95

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj
data wydania	2011-01-18	2011-04-13	2011-05-23
kurs z dnia rekomendacji	41,30	45,90	42,99
WIG w dniu rekomendacji	47457,37	49680,67	48486,49