

17 listopada 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	188,0 PLN
Cena docelowa	173,0 PLN
Kapitalizacja	13,7 mld PLN
Free float	4,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	34,34 mln PLN

Struktura akcjonariatu

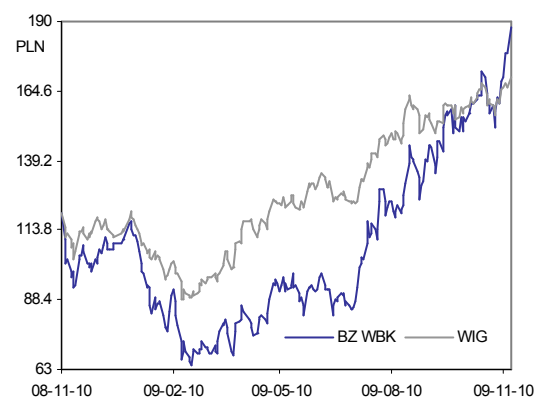
AIB	70,5%
Pozostali	29,5%

Strategia dotycząca sektora

Powrót płynności na rynku finansowym obniża koszt finansowania mając wpływ na rynek pieniądza hurtowego i skłonność banków do pozyskiwania drogiej depozytów. Umocnienie złotówki wspiera relacje kredyty/depozyty, poprawia współczynniki kapitałowe banków, ogranicza udział kredytów walutowych w portfelach i zmniejsza ryzyko odpisów na walutowych kredytach hipotecznych w przyszłości (LTV). Banki jednocześnie ograniczają akcję kredytową i są beneficjentami rosnącego portfela depozytów.

Profil spółki

BZ WBK należy do grona największych banków w Polsce. Jest to bank uniwersalny, kierujący swoją ofertą do klientów detalicznych i korporacyjnych. Osiągnięcia ostatnich dwóch lat uplasowały go wśród liderów pod względem efektywności funkcjonowania i dynamiki zysków. Jednak w 2009 roku, z powodu spowolnienia gospodarczego i słabej koniunktury na rynkach kapitałowych, z których bank generuje istotną część zysku brutto, zysk banku spadnie. Relacja kredyty/depozyt sięgała 85% na koniec 3Q09

Kurs akcji BZ WBK na tle WIG

Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

BZ WBK

BZWB.WA; BZW.PW

Redukuj

(Obniżona)

Poprzeczka coraz wyżej

Bardzo dobre wyniki 3Q09, skłoniły nas do rewizji naszych prognoz długoterminowych dla BZ WBK. Na lata 2009 — 2010 podnosimy je o prawie 25% ze względu na: szybkie odbudowywanie się wyniku odsetkowego w 2H09 i scenariusz szybszych podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, utrzymanie kosztów ryzyka na poziomie 1,6% w tym roku (551 mln PLN, zgodnie z oczekiwaniami wyrażonymi przez zarząd kilka dni temu) i 1,5% w przyszłym. W długim terminie podnosimy nasze prognozy średnio o 6,4% ze względu na wyższy poziom prognozowanych przychodów (głównie wyniku odsetkowego). Uważamy, że rynek zdyskontował już lepszy scenariusz dla BZ WBK. Przy naszej prognozie na 2010 rok (914 mln PLN P/E10 sięga 15. Konsensus Bloomberg zakłada zysk netto 2010 na poziomie 692 mln PLN (P/E'10 20). W konsekwencji wyższych prognoz podnosimy cenę docelową do poziomu 173 PLN/akcję (poprzednio 152,1 PLN/akcję, wzrost wyceny o 13,8%). Obniżamy rekomendację z trzymaj do redukuj.

Perspektywy na czwarty kwartał

Wyniki 3Q09 wskazują na istotny potencjał dalszej poprawy przychodów w banku. Uważamy, że mocną stroną w dalszym ciągu będzie wynik odsetkowy, dużych wzrostów oczekujemy w przypadku wyniku prowizyjnego. Jednak końcówka roku przyniesie weryfikację portfeli kredytowych i wzrost odpisów na ryzyko kredytowe. Przyjmujemy scenariusz zarządu przedstawiony przy okazji publikacji wyników za 3Q09, że koszty ryzyka w całym 2009 roku powinny sięgnąć okolic 550 mln PLN (1,6% portfela kredytów netto). Jednocześnie oczekujemy sezonowego wzrostu wydatków (efekt końca roku). W skali całego 2009 roku koszty ogółem spadną o około 1%, co umożliwi poprawę wskaźnika CIR do 49,6% (50,6% w 2008 roku).

Polityka dywidendy

Zarząd banku zapowiedział, że nie podjęto jeszcze decyzji w kwestii wypłaty dywidendy za 2009 rok i scenariusza wypłaty części zysków nie można wykluczyć. Bank jest dobrze zabezpieczony kapitałowo przy współczynniku wypłacalności na poziomie 12,16% i perspektywach na jego dalszy wzrost (wzrost bazy kapitałowej dzięki wynikom, umiarkowany jeśli jakkolwiek wzrost aktywów ważonych ryzykiem). Uważamy jednak, że bank nie wypłaci dywidendy z tegorocznych zysków. Trend na rynku wskazuje na zdecydowanie na chęć budowy bazy kapitałowej na przyszły wzrost. Współczynnik wypłacalności BZ WBK jest na bardzo solidnym poziomie, pozwala na rozwój, jednak jego sytuacja różni się od tej w Banku Handlowym czy Pekao, gdzie już obecnie przekracza 15% (wszystkie współczynniki budowane na bazie Tier I). Biorąc jednak pod uwagę nasze wyższe oczekiwania w stosunku do BZ WBK, zakładamy, że bank wypłaci 1/4 zysków już za 2010 rok (poprzednio założenie od 2011 roku).

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 287	1 635	1 546	1 714	1 850
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,0%
WNDB	2 941	3 190	3 245	3 437	3 663
Zysk operacyjny*	1 395	1 576	1 614	1 744	1 887
Zysk brutto	1 391	1 211	1 063	1 229	1 702
Zysk netto	955	855	805	914	1 289
ROE	23,0%	18,4%	15,0%	14,7%	17,9%
P/E	14,4	16,0	17,0	15,0	10,6
P/BV	3,2	2,8	2,4	2,1	1,8
D/PS**	3,0	0,0	0,0	3,1	5,3
Stopa dywidendy	1,6%	0,0%	0,0%	1,7%	2,8%

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

Wyniki 3Q09

Wynik netto na poziomie 264 mln PLN w 3Q09 był o 18% wyższy od naszych prognoz oraz aż o 37% przekroczył konsensus rynkowy (193 mln PLN, PAP). Pozytywnie oceniamy jakość wygenerowanego rezultatu, gdyż na poziomie wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw rezultat również przekroczył nasze prognozy (jednak już tylko o 7%, 20 mln PLN). Jakość wyniku operacyjnego przed rezerwami oceniamy pozytywnie, gdyż przekroczenie prognoz nastąpiło zarówno na skutek wyższych przychodów (lepszy wynik odsetkowy i wynik handlowy), jak i lepszej dyscyplinie kosztowej (koszty spadły o 11% R/R). Istotnym czynnikiem wpływającym na wysoki wynik netto trzeciego kwartału były niższe odpisy na ryzyko kredytowe (97 mln PLN, vs. prognoza 119 mln PLN, 22 mln PLN). Odpisy na ryzyko spadły ze 123 mln PLN w 2Q09, jednak wcale nie wyhamowało tempo wzrostu należności nieregularnych. Wskaźnik NPL/kredyty brutto wzrósł do poziomu 5,4% (4,5% kwartał wcześniej, 2,9% na koniec 2008 roku), a wskaźnik pokrycia NPL rezerwami po raz kolejny się obniżył osiągając poziom 58% (62% kwartał wcześniej). Współczynnik wypłacalności znalazł się na bezpiecznym poziomie 12,16%, a relacja kredyty/depozyty sięgała 85%. Bank ma zatem potencjał do dalszego rozwoju biznesu. Uważamy, że poziom wydatków, choć pozostanie pod kontrolą, będzie się zwiększał, zwłaszcza w nadchodzącym kwartale (efekt końca roku). Zgodnie z zapowiedziami zarządu ostatni kwartał przyniesie wzrost odpisów na ryzyko kredytowe, jednak zostaną one pod kontrolą i zamkną się w kwocie około 550 mln PLN w skali całego roku (około 170 mln PLN w 4Q09).

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy	402	2,8%	413	2,9%	401	1 118	1,0%	1 129	-6,4%	1 207
Wynik prowizyjny	344	0,3%	345	-5,0%	363	993	0,1%	995	-5,9%	1 056
NIM	2,9%		2,9%		3,5%	2,6%		2,6%		3,5%
WNDB	798	2,7%	819	-6,4%	875	2 367	0,9%	2 388	-1,6%	2 426
Koszty działania	-394	-3,0%	-382	-10,7%	-428	-1 200	-1,0%	-1 188	-5,9%	-1 263
Wynik operacyjny*	410	6,8%	438	-3,3%	453	1 185	2,4%	1 213	1,4%	1 196
Saldo rezerw	-119	-18,1%	-97	601,0%	-14	-402	-5,3%	-381	497,9%	-64
Zysk brutto	291	18,0%	344	-21,8%	439	779	6,7%	832	-26,5%	1 131
Zysk netto	223	18,2%	264	-18,7%	324	600	6,8%	641	-21,4%	815

Źródło: DI BRE Banku, BZ WBK
 *przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy był o 3% wyższy od naszych prognoz (11 mln PLN), jednak bardzo pozytywnie wyróżnił się na tle konsensusu rynkowego (372 mln PLN). Szersze marże kredytowe, płynny bilans (brak konieczności zabiegania o nowe depozyty, umacniająca się złotówka), wpłynęły na poprawę wyniku. Oczekujemy utrzymania się trendu wzrostowego wyniku odsetkowego, jednak tak istotnej skali poprawy (16% Q/Q) nie należy już oczekiwać.

Wynik prowizyjny był zgodny z naszymi oczekiwaniami zarówno pod względem struktury jak i poziomu. Za poprawą w zakresie bankowości inwestycyjnej, poszło niewielkie osłabienie przychodów z tytułu wymiany walut. Wynik handlowy okazał się o niespełna 10 mln PLN lepszy niż nasza prognoza. Zgodnie z oczekiwaniami spadł on z kwartału na kwartał. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach coraz trudniej będzie generować wysokie wyniki handlowe.

Koszty działania spadły kolejny kwartał z rzędu, do 382 mln PLN (-11% R/R, -4% Q.Q). Przyczyną było ograniczenie wydatków rzeczowych do 138 mln PLN (161 mln PLN kwartał wcześniej). Jest to znaczny spadek wydatków z kwartału na kwartał (o 15%). Uważamy, że taki poziom wydatków nie w całości jest do utrzymania w kolejnych kwartałach. Koszty osobowe wzrosły nieznacznie w kwartału na kwartał. Uważamy, że poziom przychodów nie uzasadnia dalszego ograniczania wydatków. Koszty pozostaną pod kontrolą, ale nie należy oczekiwać ich dalszego spadku. Wskaźnik koszty/dochody spadł do 47%, zatem bank poprawia efektywność z roku na rok, mimo słabszej koniunktury. Zakładamy wskaźnik CIR na poziomie 49,6% w skali całego roku (poprawa w relacji do 2008, gdy sięgał on 50,6%). Koszty ogółem spadną o niespełna 1% w 2009 roku. Przyszły rok upłynie pod znakiem kontroli wydatków, jednak ze względu na wzrost kosztów osobowych (choćby z powodu wzrostu premii) oraz kosztów rzeczowych (wzrost operacji) oczekujemy wzrostu wydatków o niespełna 4%.

Wolumeny zachowały się zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Niewielki spadek portfela kredytów z kwartału na kwartał, był spowodowany ograniczaniem portfela kredytów biznesowych. (spowodowany m.in. umocnieniem się złotówki). Portfel kredytów korporacyjnych spadł o 4% z kwartału na kwartał, w tym leasing ograniczył się o 4%, a portfel kredytów na nieruchomości o prawie 8%. Portfel kredytów detalicznych wzrósł o 4% z kwartału na kwartał. Po stronie depozytów widać odpływ depozytów korporacyjnych, jednocześnie bierna postawa wobec wysokich stawek depozytów detalicznych na rynku, powoduje brak przyrostu depozytów gospodarstw domowych (obserwowany na rynku). Oczekujemy utrzymania się tych tendencji w kolejnych kwartałach. Uważamy jednak, że bank zacznie bardziej zabiegać o oszczędności klientów indywidualnych.

Depozyty

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Detal	19 037	20 106	21 841,4	24 239	25 235	25 453	25 084
Korporacje	13 134	13 618	14 332,6	18 572	16 204	16 460	16 428
Razem	32 171	33 724	36 174	42 811	41 439	41 912	41 512
Q/Q	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Detal	25,7%	5,6%	8,6%	11,0%	4,1%	0,9%	-1,4%
Korporacje	-10,2%	3,7%	5,2%	29,6%	-12,7%	1,6%	-0,2%
Razem	8,1%	4,8%	7,3%	18,3%	-3,2%	1,1%	-1,0%
R/R	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Detal	47,2%	53,5%	63,2%	60,1%	32,6%	26,6%	14,8%
Korporacje	10,9%	12,4%	10,3%	27,0%	23,4%	20,9%	14,6%
Razem	29,8%	33,7%	37,1%	43,8%	28,8%	24,3%	14,8%

Źródło: DI BRE Banku, BZ WBK

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	26 168	28 273	31 023	35 137	36 711	36 223	35 405	-2,3%	14,1%
Depozyty	32 172	33 724	36 174	42 811	41 439	41 912	41 512	-1,0%	14,8%
Suma bilansowa	44 882	47 063	48 639	57 838	59 871	56 487	56 372	-0,2%	15,9%
Wynik odsetkowy netto	376	401	430	428	362	355	413	16,3%	-3,9%
Wynik prowizyjny netto	349	363	344	333	314	335	345	3,1%	0,4%
Wynik handlowy	20	41	31	4	49	78	61	-22,3%	92,4%
Dywidendy, sprzedaż udziałów itp.	0	70	1	0	0	76	0	-	-51,5%
Wynik na działalności bankowej	745	875	805	765	725	844	819	-2,9%	1,7%
Pozostałe przychody operacyjne netto	10	12	10	8	7	5	1	-68,7%	-85,3%
Przychody bankowe	755	888	815	773	732	848	820	-3,3%	0,6%
Koszty działania i amortyzacja	-400	-434	-428	-392	-407	-399	-382	-4,2%	-10,7%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	355	453	388	381	325	449	438	-2,5%	13,0%
Saldo rezerw	-6	-14	-44	-301	-161	-123	-97	-20,7%	121,9%
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	0	0	-1	0	-3	0	3	-	-
Zysk brutto	349	439	343	80	162	326	344	5,4%	0,3%
Podatek dochodowy	-72	-88	-73	-23	-31	-56	-66	16,7%	-10,1%
Wynik udziałowców mniejszościowych	-33	-27	-22	-16	-11	-12	-15	21,0%	-34,4%
Zysk netto	243	324	248	41	119	258	264	2,2%	6,5%

Źródło: DI BRE Banku, BZ WBK



Wycena

Nie zmienialiśmy metody wyceny BZ WBK. Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), koszty kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny w relacji do poprzedniego raportu. Sporządzamy prognozy wyników finansowych do 2018 roku. ROE długoterminowe to ROE osiągnięte przez bank w ostatnim roku prognozy (2018).

Dywidendy

Ze względu na wyższą niż zakładana dochodowość w perspektywie najbliższych dwóch lat oraz mocny współczynnik wypłacalności już teraz przesuwamy o rok wcześniej datę pierwszej wypłaty dywidendy po tegorocznej przerwie. Uważamy, że BZ WBK podzieli się zyskiem już za 2010 rok. W długim terminie pozostawiamy nasze założenia w zakresie wypłaty dywidendy bez zmian. Zakładamy rosnącą stopę dywidendy z 25% (rok wcześniej niż w poprzednim raporcie analitycznym) do około 70% w długim terminie.

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich z dnia, na który sporządzana jest wycena. Pozostawiamy również premię za ryzyko na poziomie 5% oraz dla każdego z banków zakładamy „beta” na poziomie 1. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu analitycznego.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 13 listopada 2009 na poziomie 6,119%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,12%. W poprzednim raporcie analitycznym na temat BZ WBK stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,11%.

Zmiana poziomu wyceny

Podwyższyliśmy wycenę metodą dochodową o 13% w relacji do poprzedniej wyceny. Wpływ na to miało kilka czynników:

- Podniesione prognozy zysków netto o prawie 25% na lata 2009 – 2010 i średnio o 6% w latach kolejnych
- Wypłatę dywidendy z zysków już za 2010 rok, a nie dopiero z zysków za 2011 rok.
- W konsekwencji dwóch poprzednich czynników, podnosi się długoterminowe ROE z 14,1% do 14,7%.

**Podsumowanie wyceny metodą dochodową**

(PLN/akcję)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,119%	6,12%	6,12%	6,12%
Premia za ryzyko	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%
EPS	11,0	12,5	17,7	19,0	21,0	22,9	24,6	26,0	27,3	28,4	
EPS zmiana R/R (%)	-5,9%	13,6%	41,0%	7,7%	10,2%	9,1%	7,4%	5,9%	4,9%	4,2%	
BVPS	78,9	91,4	106,0	119,7	134,0	148,5	162,8	176,5	189,5	198,0	
BVPS zmiana R/R (%)	16,3%	15,9%	15,9%	13,0%	12,0%	10,8%	9,6%	8,4%	7,4%	4,5%	
ROE	15,0%	14,7%	17,9%	16,9%	16,5%	16,2%	15,8%	15,3%	14,9%	14,7%	
Długoterminowe ROE											14,7%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											1,50
Wartość kapitału, koniec 2018											284,3
Wartość kapitału, koniec 2017											255,8
Wartość kapitału, koniec 2016											230,2
Wartość kapitału, koniec 2015											207,2
Wartość kapitału, koniec 2014											186,5
Wartość kapitału, koniec 2013											167,8
Wartość kapitału, koniec 2012											151,0
Wartość kapitału, koniec 2011											135,9
Wartość kapitału, koniec 2010											122,3
Wartość kapitału, koniec 2009											110,1
Wartość kapitału, koniec 2008											99,0
DPS	0,0	3,1	5,3	6,7	8,4	10,3	12,3	14,3	20,0	20,7	
DPS/EPS	0,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%	55,0%	73,2%	72,7%	
Zdyskontowane DPS	0,00	2,43	3,70	4,18	4,74	5,24	5,62	5,89	7,40	6,90	
Zdyskontowane DPS razem											46,10
WG X.09 2009											159,9
9MTP											173,0
obecna cena											188
potencjał zmiany											-8,0%

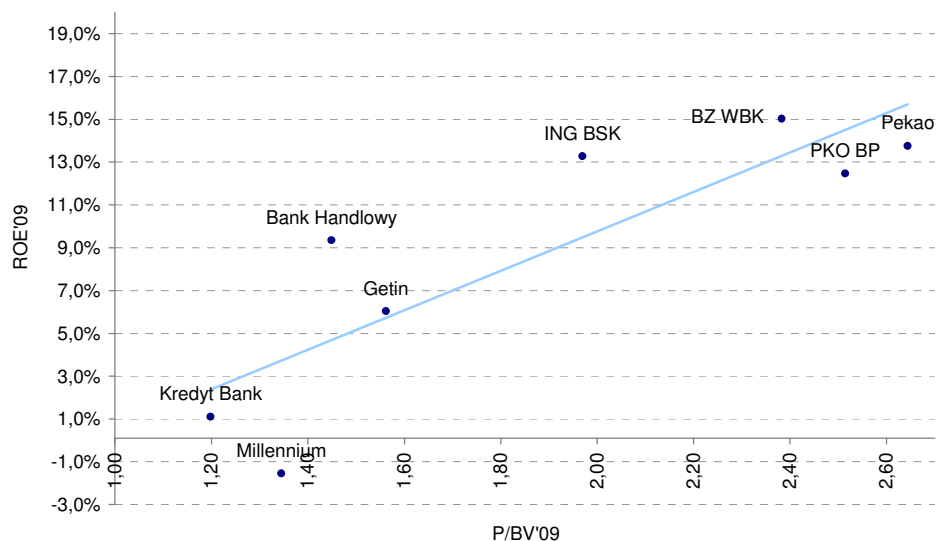
Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 13 listopada 2009

Podsumowanie wskaźników banków

	cena	P/BV			P/E			PBV/ROE		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Getin	8,39	1,6	1,4	1,2	26,6	13,3	7,6	25,9	12,6	7,0
dyskonto/premia do mediany		0,0%	-0,9%	-12,3%	29,7%	-19,2%	-28,1%	34,6%	-20,9%	-28,7%
dyskonto/premia do średniej		-14,7%	-17,5%	-21,6%	51,0%	-26,2%	-27,8%	57,1%	-27,6%	-29,5%
B. Handlowy	68,5	1,4	1,4	1,3	16,2	14,8	11,4	15,5	14,6	11,1
dyskonto/premia do mediany		-7,3%	0,0%	0,0%	-21,0%	-10,3%	7,3%	-19,4%	-8,5%	12,7%
dyskonto/premia do średniej		-20,9%	-16,7%	-10,6%	-8,1%	-18,1%	7,8%	-5,9%	-16,3%	11,4%
ING BSK	730,0	2,0	1,7	1,5	15,8	14,0	10,6	14,8	13,2	9,9
dyskonto/premia do mediany		26,1%	22,4%	10,2%	-23,0%	-14,9%	0,0%	-22,8%	-17,4%	0,0%
dyskonto/premia do średniej		7,5%	2,0%	-1,4%	-10,3%	-22,3%	0,5%	-9,9%	-24,5%	-1,2%
Kredyt Bank	11,8	1,2	1,1	1,0	109,0	27,6	8,6	108,4	27,0	8,1
dyskonto/premia do mediany		-23,3%	-18,6%	-24,8%	430,8%	67,4%	-19,1%	464,4%	69,5%	-18,1%
dyskonto/premia do średniej		-34,6%	-32,2%	-32,8%	517,9%	53,0%	-18,6%	558,6%	55,0%	-19,1%
Millennium	4,39	1,3	1,3	1,1	n.a.	24,3	9,0	-87,1	23,7	8,4
dyskonto/premia do mediany		-13,9%	-9,7%	-17,2%	n.a.	47,4%	-15,5%	-553,4%	48,4%	-14,8%
dyskonto/premia do średniej		-26,6%	-24,8%	-25,9%	n.a.	34,7%	-15,1%	-629,1%	35,7%	-15,8%
Pekao	184,60	2,6	2,5	2,3	20,5	16,5	14,3	19,2	16,0	13,8
dyskonto/premia do mediany		69,2%	75,1%	71,7%	0,0%	0,0%	34,7%	0,0%	0,0%	40,3%
dyskonto/premia do średniej		44,4%	45,9%	53,5%	16,4%	-8,6%	35,4%	16,7%	-8,6%	38,6%
PKO BP	39,30	2,5	2,4	2,1	23,5	19,8	12,4	20,2	19,3	11,6
dyskonto/premia do mediany		60,9%	69,6%	56,8%	14,5%	20,0%	16,6%	4,9%	21,2%	18,0%
dyskonto/premia do średniej		37,3%	41,3%	40,2%	33,3%	9,7%	17,2%	22,5%	10,8%	16,6%
mediana		1,6	1,4	1,3	20,5	16,5	10,6	19,2	16,0	9,9
średnia		1,8	1,7	1,5	17,6	18,1	10,5	16,5	17,4	10,0
BZ WBK	188,00	2,38	2,06	1,77	17,04	15,01	10,64	15,85	13,98	9,91
dyskonto/premia do mediany		52,5%	45,7%	31,7%	-17,0%	-9,0%	0,4%	-17,5%	-12,4%	0,5%
dyskonto/premia do średniej		30,1%	21,4%	17,7%	-3,4%	-16,9%	0,9%	-3,7%	-19,9%	-0,6%

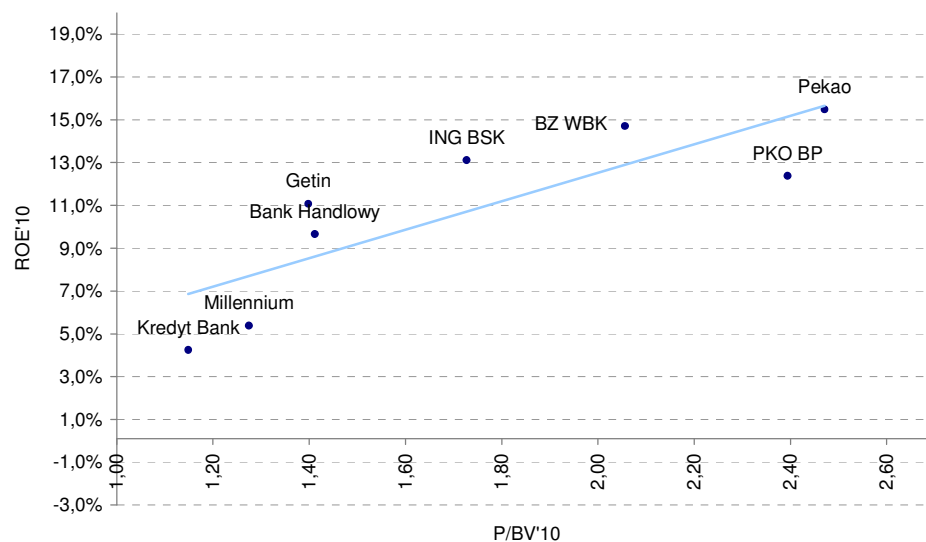
Źródło: DI BRE Banku

ROE'09 vs. P/BV'09


Źródło: DI BRE Banku



ROE'10 vs. P/BV'10



Źródło: DI BRE Banku

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT BZ WBK

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 287	1 635	1 546	1 714	1 850	1 985
Przychody pozaodsetkowe	1 654	1 555	1 699	1 723	1 813	1 905
Wynik z prowizji	1 545	1 390	1 373	1 516	1 614	1 696
Wynik handlowy	109	165	326	207	199	209
Wynik na działalności bankowej	2 941	3 190	3 245	3 437	3 663	3 890
Inne przychody operacyjne netto	14	40	20	20	20	20
Przychody bankowe ogółem	2 955	3 230	3 265	3 457	3 683	3 910
Koszty nieodsetkowe	-1 559	-1 655	-1 651	-1 713	-1 796	-1 878
Koszty osobowe	-843	-896	-881	-911	-965	-1 018
Amortyzacja	-135	-107	-123	-123	-123	-123
Inne koszty	-582	-651	-646	-680	-707	-736
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	1 395	1 576	1 614	1 744	1 887	2 032
Saldo rezerw	-4	-365	-551	-514	-185	-200
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk brutto	1 391	1 211	1 063	1 229	1 702	1 832
Podatek dochodowy	-281	-256	-202	-233	-323	-348
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-156	-99	-56	-81	-89	-95
Zysk netto	955	855	805	914	1 289	1 389
Dywidendy wypłacone	219	0	0	228	387	486

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,0%	2,9%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,7%	3,6%	3,0%	3,2%	3,2%	3,1%
Spread odsetkowy	3,4%	3,2%	2,6%	2,9%	2,7%	2,6%
Koszty / Przychody	52,8%	51,2%	50,6%	49,6%	48,8%	48,0%
Koszty / Aktywa	4,2%	3,3%	2,9%	3,0%	2,9%	2,7%
Koszty osobowe / Przychody	28,5%	27,7%	27,0%	26,3%	26,2%	26,0%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-0,3%	-23,1%	-34,1%	-29,5%	-9,8%	-9,8%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,0%	-1,2%	-1,6%	-1,5%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	56,5%	49,4%	52,6%	50,4%	49,8%	49,2%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,8%	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
ROE	23,0%	18,4%	15,0%	14,7%	17,9%	16,9%
ROA	2,6%	1,7%	1,4%	1,6%	2,1%	2,0%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	26%	-10%	-6%	14%	41%	8%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	29%	13%	2%	8%	8%	8%
Przychody bankowe ogółem	24%	9%	1%	6%	7%	6%
Przychody odsetkowe netto	25%	27%	-5%	11%	8%	7%
Przychody nieodsetkowe netto	24%	-4%	8%	1%	5%	5%
Koszty nieodsetkowe	21%	6%	0%	4%	5%	5%

**BILANS**

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 206	3 178	3 403	5 611	7 451	8 620
Należności od sektora finansowego	2 577	1 365	3 781	6 234	8 279	9 578
Dłużne papiery wartościowe	10 050	13 132	10 094	9 498	9 367	9 467
Kredyty i pożyczki	23 950	35 137	33 648	33 921	36 026	39 445
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 027	3 057	3 362	2 150	2 284	2 501
Aktywa trwałe	659	811	787	763	741	718
Inne aktywa	864	1 158	1 216	1 226	1 302	1 426
Razem aktywa	41 332	57 838	56 291	59 404	65 450	71 754
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 484	5 338	3 394	2 271	2 487	2 715
Depozyty	29 766	42 811	42 430	45 425	49 730	54 308
Wyemitowane papiery wartościowe	353	154	153	163	179	195
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 153	4 343	4 305	4 608	5 045	5 510
Kapitały własne	4 342	4 952	5 757	6 671	7 732	8 734
Kapitał zakładowy	730	730	730	730	730	730
Razem pasywa	41 332	57 838	56 291	59 404	65 450	71 754

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	2,8%	2,9%	6,7%	9,9%	9,9%	9,9%
Kredyty nieregularne / Aktywa	1,7%	1,8%	4,2%	6,0%	5,8%	5,7%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	85,2%	85,1%	61,4%	55,2%	56,8%	56,8%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,4%	2,5%	4,1%	5,4%	5,6%	5,6%
Rezerwy / Aktywa	1,4%	1,5%	2,6%	3,3%	3,3%	3,3%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	10,5%	8,6%	10,2%	11,2%	11,8%	12,2%
Kredyty / Aktywa	57,9%	60,8%	59,8%	57,1%	55,0%	55,0%
Depozyty / Aktywa	72,0%	74,0%	75,4%	76,5%	76,0%	75,7%
Kredyty / Depozyty	80,5%	82,1%	79,3%	74,7%	72,4%	72,6%
Stopa wzrostu kredytów	35,9%	46,7%	-4,2%	0,8%	6,2%	9,5%
Stopa wzrostu depozytów	22,9%	43,8%	-0,9%	7,1%	9,5%	9,2%
Stopa wzrostu aktywów	25,3%	39,9%	-2,7%	5,5%	10,2%	9,6%



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

Departament Analiz:

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

Analicycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

- EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
- EBIT** - Zysk operacyjny
- EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
- BOOK VALUE** - wartość księgową
- WNDB** - wynik na działalności bankowej
- P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją
- MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
- EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
- P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
- ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
- P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
- Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
- Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

- DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
- Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BZ WBK

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Redukuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-03-05	2009-04-07	2009-05-06	2009-05-20	2009-06-30	2009-08-05	2009-08-24	2009-10-05
kurs z dnia rekomendacji	70,00	80,50	94,00	94,00	90,80	124,10	131,00	151,10
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	26410,72	29777,06	30312,26	30525,72	35363,92	37915,39	37045,62