

5 marca 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	165,5 PLN
Cena docelowa	175,7 PLN
Kapitalizacja	43,4 mld PLN
Free float	17,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	170,11 mln PLN

Struktura akcjonariatu

UniCredit	59,26%
Pozostali	40,74%

Strategia dotycząca sektora

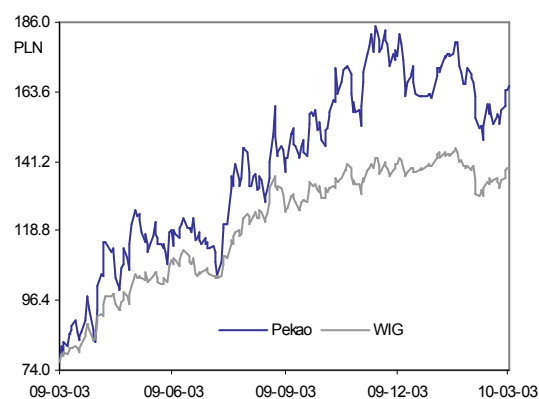
W najbliższych miesiącach preferujemy banki z większą ekspozycją na segment korporacyjny (niższe rezerwy, większy przyrost depozytów) i oferujące atrakcyjne stopy dywidendy. Defensywne nastawienie do sektora wynika z oczekiwania wysokich rezerw w segmencie detalicznym w 1H'10. W drugiej połowie roku rozstrzygnie się, czy ożywienie z jakim mamy obecnie do czynienia, jest trwałe i utrzyma się w kolejnym roku. Potwierdzenie tego byłoby czynnikiem istotnie poprawiającym perspektywę zysków polskich banków.

Profil spółki

Po fuzji Pekao po połączeniu stał się jednym z największych w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem wolumenów (aktywa, kredyty, depozyty). W 2008 roku zakończył integrację operacyjną obu podmiotów. Obecnie jest wiceliderem w polskim sektorze bankowym, po PKO BP. Relacja kredyty/depozyty sięgała 82%, a współczynnik wypłacalności znajdował się na poziomie 16,2% (Tier I) na koniec 2009 roku.

Ważne daty

12.03 — raport za 2009 rok
12.05 — raport za 1Q10

Kurs akcji PEKAO na tle WIG

Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Pekao

BAPE.WA; PEO.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Dywidenda będzie wysoka

Bank zanotował solidne wyniki za 2009 rok (2,4 mld PLN zysku netto), mając przy tym: (i) najwyższy współczynnik wypłacalności w sektorze (16,2%, Tier I), (ii) znaczne nadwyżki płynności (kredyty/depozyty 82%) oraz (iii) ROE'09 na poziomie 14%. Pozostaje jednym z najbardziej zyskowych, bezpiecznych i efektywnych podmiotów na rynku. Ustępuje jedynie BZ WBK, który dzięki bardzo dobrym wynikom w 4Q09, wypracował ROE na poziomie 16%. Wysokie wskaźniki rentowności wskazują, że w przyszłości wzrost wyników w znacznie większym stopniu zdeterminowany będzie przez nowe wolumeny. Zakładamy, że kredyty w Pekao będą rosły zgodnie z rynkiem (7 – 8%), mimo że zarząd zadeklarował apetyt na szybszy przyrost. Do deklaracji podchodzimy konserwatywnie, gdyż wcześniej bank zazwyczaj tracił udziały rynkowe. Wyznaczamy cenę docelową na poziomie 175,7 PLN/akcję (poprzednio 181,5 PLN/akcję) i zalecamy trzymanie akcji w horyzoncie 9 miesięcy. Argumentem przemawiającym za inwestycją w Pekao jest dywidenda. Widzimy potencjał do przeważania BZ WBK w portfelach względem Pekao, gdyż mimo wyższego ROE, P/BV'10 jest o 13% niższe. Preferujemy oba banki nad PKO BP, które naszym zdaniem nie wyróżni się zarówno ROE, jak i poziomem dywidendy.

Dywidenda

Podtrzymujemy agresywne założenie wypłaty dywidendy na poziomie 80% zysków za 2009 rok, co uzasadniamy najwyższym na rynku współczynnikiem wypłacalności i niskim wskaźnikiem kredyty/kapitały własne (4,3 na tle BZ WBK z 5,8). Już taki poziom kapitałów finansuje wzrost na najbliższych kilka lat. Zatrzymywanie większej części zysków byłoby uzasadnione tylko w przypadku oczekiwania znacznego wzrostu aktywów ważonych ryzykiem, a na to w kontekście globalnych trendów nie należy liczyć. Niższa dywidenda miałaby negatywne przełożenie na naszą cenę docelową. Od sześciu lat rekomendacja zarządu w kwestii dywidendy zawsze komunikowana była w marcu. Oczekujemy decyzji w ciągu najbliższych tygodni.

Niższe odpisy, NPL spadły w 4Q09

Największym zaskoczeniem w wynikach 4Q09 był spadek wolumenu kredytów nieregularnych (z 5,9 mld PLN do 5,7 mld PLN). Wskaźnik NPL/k. brutto spadł do 6,8% z 7% na koniec 3Q09. Oczekiwaliśmy rozpoznania większej ilości NPL w segmencie korporacyjnym. Jednak wygląda na to (bank opublikuje dane 12.03), że to właśnie korporacje odnotowały spadek NPL. Zakładamy, że przy okazji publikacji zaudytowanych wyników rocznych, bank nie dokona rewizji w tym zakresie. Obniżamy prognozę odpisów na złe kredyty w 2010 roku do 70 pb. kredytów netto, zakładając odpisy na poziomie 571 mln PLN (poprzednio 700 mln PLN). W świetle deklaracji zarządu banku, wydają się one jednak wciąż dość konserwatywne.

(mln PLN)	2008	2009***	2010P	2011P	2012P
Wynik odsetkowy	4 509	3 802	4 314	4 660	5 082
Marża odsetkowa	3,5%	2,9%	3,2%	3,3%	3,4%
WNDB	7 578	7 063	7 553	8 131	8 804
Zysk operacyjny*	4 535	3 466	3 806	4 267	4 803
Zysk brutto	4 346	2 998	3 306	3 920	4 419
Zysk netto	3 528	2 412	2 661	3 157	3 561
ROE	23,0%	14,1%	14,3%	16,2%	17,3%
P/E	12,3	18,0	16,3	13,8	12,2
P/BV	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1
D/PS**	0,00	7,36	8,11	9,63	10,86
Stopa dywidendy	0,0%	4,4%	4,9%	5,8%	6,6%

* przed kosztami rezerw ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym *** wstępne dane, sprawozdanie roczne publikowane 12 marca

Deklaracja wzrostu wolumenów

Bank chce w tym roku rosnać szybciej niż rynek, głównie w kredytach hipotecznych i gotówkowych oraz kredytowaniu małych i średnich firm. Bank ma dużo miejsca na wzrost, ponieważ jego wskaźnik kredyty do depozytów wyniósł 81,7% na koniec roku. W tym celu chce zwiększyć liczbę placówek i uprościć procedury kredytowe. Nie pamiętamy kiedy bank wcześniej zadeklarował, że ma apetyt na wzrost wolumenów szybszy niż rynek. Zawsze były to raczej zapowiedzi wzrostu w wybranych obszarach rynku, gdzie kryteriami była dochodowość i konserwatywne podejście do ryzyka. Ponieważ bank ma dostęp do znacznych zasobów płynności, a dodatkowe wolumeny są dla niego relatywnie łatwo dostępne (ze względu na pozycję rynkową i ekspozycję na segment korporacyjny), może pozwolić sobie na ofensywę kredytową bez zagrożenia dla spadku dochodowości takiej działalności. Dodatkowo obecne warunki rynkowe stwarzają możliwość pozyskania nowych wolumenów kredytów przy atrakcyjnych marżach. Wcześniej bank podnosił marżę, jako argument ochrony dochodowości. Wierzymy, że bank utrzyma konserwatywne podejście do ryzyka. Jednocześnie jego podejście nie będzie już tak konserwatywne na tle innych banków, które weryfikowały w ostatnim czasie podejście do oceny ryzyka. W przypadku segmentu detalicznego dodatkowym czynnikiem „wyrównującym szanse” będzie Rekomendacja T. Jedynym argumentem przemawiającym za scenariuszem wzrostu szybszego niż rynek jest fakt, że bank od lat tracił udziały w rynku (wyłączając wpływ połączenia z częścią BPH). Oczekujemy dowodów po stronie wolumenów, aby dyskontować taki scenariusz. Do tej pory siły sprzedażowe Pekao przegrywały z bardziej agresywnymi graczami rynkowymi.

Bank szacuje, że w 2010 roku rynek kredytów konsumenckich wzrośnie o 7,1%, a kredytów hipotecznych o 9,7%. W 2010 r. w kredytach korporacyjnych bank spodziewa się wzrostu rynku na poziomie 0,4%, a w kredytach dla małych i średnich firm - o 0,7%. W depozytach detalicznych prognozowany jest wzrost rynku o 6%, w funduszach inwestycyjnych o 8,2%, zaś w depozytach korporacyjnych o 8,12%.

Wyniki 4Q09

Wynik netto na poziomie 612 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (594 mln PLN) oraz konsensusem rynkowym (600 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami wynik również w niewielkim stopniu odbiegał od oczekiwań (886 mln PLN vs. 899 mln PLN w naszej prognozie). Negatywnym zaskoczeniem był poziom wyniku odsetkowego (niższy o 4% w relacji do naszej prognozy). Pozostałe linie przychodów były zgodne z oczekiwaniami. In plus zaskoczył poziom wydatków, który nadrobił za nieco niższy wynik odsetkowy. Poniżej oczekiwań były odpisy na złe kredyty (138 mln PLN vs. 180 mln PLN naszej prognozy i 169 mln PLN konsensusu, PAP). Koszty ryzyka wyniosły 70 pb. w ostatnim kwartale, a skala rezerw obniżyła się w relacji do 3Q09, gdy wyniosły one 150 mln PLN. Na plus zaliczyć należy spadek wskaźnika NPL/ kredyty brutto do poziomu 6,8% z 7% przed kwartałem. W ciągu kwartału poziom kredytów brutto nie zmienił się istotnie, co oznacza spadek portfela należności nieregularnych.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	4Q09P	różnica	4Q09	zmiana	4Q08	2009P	różnica	2009	zmiana	2008
Wynik odsetkowy	1 018	-4,3%	974	-12,2%	1 109	3 846	-1,1%	3 802	-15,7%	4 509
Wynik prowizyjny	617	-0,7%	613	10,8%	553	2 293	-0,2%	2 289	-2,3%	2 342
NIM	3,2%	-	3,1%	-	3,4%	2,9%		2,9%		3,5%
WNDB	1 834	-2,5%	1 788	-4,4%	1 870	7 119	-0,8%	7 063	-6,8%	7 578
Koszty działania	-966	-5,5%	-913	-3,9%	-949	-3 733	-1,6%	-3 673	-3,0%	-3 788
Wynik operacyjny*	899	-1,5%	886	-11,1%	996	3 485	-0,5%	3 466	-23,6%	4 535
Saldo rezerw	-180	-23,0%	-138	3,0%	-134	-575	-7,2%	-534	81,6%	-294
Zysk brutto	736	4,1%	767	-12,3%	874	2 967	1,0%	2 998	-31,0%	4 346
Zysk netto	594	2,9%	612	-15,0%	719	2 394	0,7%	2 412	-31,6%	3 528

Źródło: DI BRE Banku, Pekao
 * przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy w 4Q09 był o 4% niższy niż nasza prognoza. Wynikało to przede wszystkim ze znacznego wzrostu bazy depozytowej w ostatnim kwartale (aż 9,6 mld PLN). Znaczna część tej sumy wynikała z przyrostu po stronie korporacji (8,3 mld PLN). UniCredit prowadził ofertę PGE w ostatnim kwartale. Uważamy, że dodatkowe wolumeny depozytów były czynnikiem jednorazowym. Bank nie potrzebował dodatkowych wolumenów oszczędności, aby sfinansować wolumeny po stronie aktywnej. Odzwierciedleniem krótkoterminowego wzrostu



depozytów, było zwiększenie gotówki i środków ulokowanych w Banku Centralnym, co negatywnie odbiło się na marży odsetkowej. Wskaźnik kredyty/depozyty spadł do 82% z 91% kwartał wcześniej. W prezentacji po 4Q09, bank wskazał, że po krótkoterminowym obniżeniu marży w ostatnim kwartale, styczeń br. przyniósł powrót do wyższej marży. Uważamy, że depozyty wzrosną w tym roku o 4% w Pekao (rynek 9%) ze względu na wysoką bazę odniesienia.

Drugim największym zaskoczeniem w wynikach za 4Q09 był spadek portfela należności nieregularnych (do 5,7 mld PLN z 5,9 mld PLN, wskaźnik NPL/kredyty brutto spadł do 6,8% z 7,0% kwartał wcześniej). 12 marca bank publikuje sprawozdanie roczne, w którym będziemy w stanie zidentyfikować źródło spadku. Uważamy, że spadek dotyczył segmentu korporacyjnego. Jednocześnie poprawie uległ wskaźnik pokrycia należności nieregularnych rezerwami (do 76,8% z 76,4%). Przyrost należności nieregularnych (+ 27% R/R) zdecydowanie odbiegał od dynamik obserwowanych na rynku (sektor +82%). Oczekujemy, że w tym roku należności nieregularne wzrosną w Pekao nieco poniżej dynamik rynkowych (choć w znacznie mniejszej skali niż w roku ubiegłym). Argumentujemy to większym udziałem kredytów korporacyjnych w portfelu Pekao na tle rynku. Segment korporacyjny będzie w tym roku w znacznie mniejszym stopniu kontrybuował do przyrostu wolumenu niespłaconych kredytów.

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	Q/Q	R/R
Kredyty	70576	73071	74757	82515	86553	82412	79754	79484	-0,3%	-3,7%
Depozyty	87031	86688	86661	90889	95147	93439	88073	97250	10,4%	7,0%
Suma bilansowa	122400	120942	127102	131941	133884	128203	124212	130616	5,2%	-1,0%
Wynik odsetkowy	1123	1142	1135	1109	910	948	970	974	0,4%	-12,2%
Wynik prowizyjny	611	619	559	553	529	554	594	613	3,2%	10,8%
Wynik handlowy	108	245	169	207	256	314	202	201	-0,5%	-3,3%
WNDB	1841	2006	1863	1870	1694	1816	1765	1788	1,3%	-4,4%
Pozostałe przychody operacyjne netto	499	20	141	76	20	12	33	11	-66,7%	-85,5%
Przychody bankowe	2341	2026	2004	1946	1714	1828	1798	1799	0,0%	-7,6%
Koszty działania	-929	-964	-945	-949	-925	-938	-897	-913	1,7%	-3,9%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	1412	1062	1058	996	789	890	901	886	-1,7%	-11,1%
Saldo rezerw	-50	-72	-31	-134	-92	-152	-151	-138	-8,3%	3,0%
Wynik operacyjny	1361	990	1028	862	698	737	750	747	-0,3%	-13,3%
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	37	31	25	12	13	18	15	19	27,3%	59,9%
Wynik brutto	1399	1021	1052	874	711	755	765	767	0,2%	-12,3%
Podatek dochodowy	-245	-176	-207	-152	-141	-141	-142	-152	6,6%	0,0%
Udziały mniejszości	-3	-3	-3	-3	-3	-1	-2	-3	31,8%	3,5%
Wynik netto	1150	842	841	719	566	613	620	612	-1,4%	-15,0%

Źródło: DI BRE Banku, Pekao

Wycena

Nie zmieniliśmy metody wyceny w relacji do poprzedniego raportu analitycznego na temat Pekao (19 stycznia 2010). Cenę docelową dla banków opieramy o dwie metody wyceny: zdyskontowany model dywidend (metoda dochodowa) oraz wycenę porównawczą. Do wyceny dochodowej przypisujemy wagę 80%, do metody porównawczej 20%. Uważamy, że wskaźniki niektórych banków nie odzwierciedlają ich potencjału do generowania wyników w średnim terminie, gdyż zyski obciążone są dużymi odpisami. Dodatkowo odpisy te mogą nierównomiernie rozłożyć się w trakcie całego cyklu tworzenia rezerw (np. Kredyt Bank utworzył dodatkowy odpis w 2009 roku, jednocześnie będzie miał dodatkowy zysk ze sprzedaży Żagla).

Wycena dochodowa

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

Dywidendy

Utrzymujemy niezmienione założenia w zakresie stopy wypłaty z zysków netto w długim terminie w Pekao. Pozostawiamy ją na poziomie 80%.

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 zakładamy „beta” na poziomie 1. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu analitycznego.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 3 marca 2010 na poziomie 6,062%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,06%. W poprzednim raporcie analitycznym na temat Pekao stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,12%. Przesunęliśmy miesiąc, na który wyznaczamy wartość godziwą na koniec lutego, z końca grudnia 2009. Zmiana obu tych parametrów ma niewielki pozytywny wpływ na wycenę.

**Podsumowanie wyceny metodą dochodową**

(PLN/akcję)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka*	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%
Premia za ryzyko	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszt kapitału	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%
EPS	9,2	10,1	12,0	13,6	15,3	16,8	18,1	19,2	20,3	21,3	
EPS zmiana R/R (%)	-31,7%	10,3%	18,7%	12,8%	12,6%	9,9%	7,5%	6,3%	5,6%	5,1%	
BVPS	69,7	72,5	76,4	80,4	84,8	89,4	94,0	98,7	103,6	108,7	
BVPS zmiana R/R (%)	14,6%	4,0%	5,4%	5,2%	5,5%	5,4%	5,2%	5,0%	5,0%	4,9%	
ROE	14,1%	14,3%	16,2%	17,3%	18,5%	19,3%	19,7%	19,9%	20,0%	20,1%	
Długoterminowe ROE											20,1%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											2,27
Wartość kapitału na koniec 2018											247,3
Wartość kapitału na koniec 2017											222,7
Wartość kapitału na koniec 2016											200,5
Wartość kapitału na koniec 2015											180,5
Wartość kapitału na koniec 2014											162,6
Wartość kapitału na koniec 2013											146,4
Wartość kapitału na koniec 2012											131,8
Wartość kapitału na koniec 2011											118,7
Wartość kapitału na koniec 2010											106,8
Wartość kapitału na koniec 2009											96,2
DPS	7,4	8,1	9,6	10,9	12,2	13,4	14,4	15,3	16,2	17,1	
DPS/EPS	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,1%	
Zdyskontowane DPS	7,0	7,0	7,5	7,6	7,7	7,6	7,4	7,0	6,7	6,4	
Zdyskontowane DPS razem											71,86
WG na koniec maja 2009											171,0
9MTP											185,0
obecna cena											165,50
potencjał zmiany											11,8%

Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 3 marca 2010

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na średniej ważonej z trzech wskaźników: P/BV'10 (waga 50%), P/E'10 (waga 25%) oraz P/E'11 (waga 25%). Udział wyceny porównawczej w cenie docelowej ustaliliśmy na 20%. Wraz ze stabilizacją wyników banków w dłuższym terminie liczymy się z możliwością podniesienia udziału wyceny porównawczej w cenie docelowej. Nie zmieniamy tej zasady w relacji do poprzedniej wyceny Pekao. Podnosimy wycenę porównawczą o 6% w relacji do poprzedniego raportu. Mimo braku istotnej zmiany poziomu mediany wskaźników dla pozostałych banków, prognoza wyższego zysku netto w 2010 roku w relacji do poprzedniego raportu ma pozytywny wpływ na wycenę.

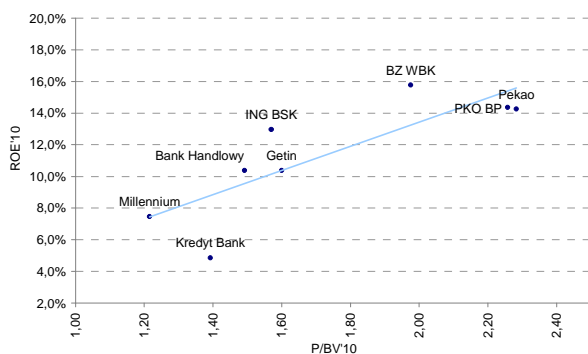
Zestawienie wskaźników (4 marca 2010)

	P/BV			P/O			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
BZ WBK	2,2	2,0	1,7	8,0	7,2	6,8	14,8	13,2	10,3
Bank Handlowy	1,5	1,5	1,4	7,8	8,3	7,8	16,6	14,6	10,5
ING BSK	1,8	1,6	1,3	8,8	7,8	7,0	14,7	12,9	9,5
Kredyt Bank	1,5	1,4	1,2	4,5	5,8	5,4	109,5	29,4	8,6
Millennium	1,2	1,2	1,1	8,0	7,4	6,2	N.A.	19,3	10,1
PKO BP	2,4	2,3	2,0	9,3	9,0	7,7	20,5	16,0	11,1
Getin	1,8	1,6	1,4	5,8	5,8	5,2	25,3	16,2	9,9
średnia	1,8	1,6	1,5	7,5	7,3	6,6	33,6	17,4	10,0
premia/dyskonto do średniej	34,4%	38,9%	49,0%	67,8%	55,4%	54,3%	-46,4%	-6,1%	37,6%
mediana	1,8	1,6	1,4	8,0	7,4	6,8	18,6	16,0	10,1
premia/dyskonto do mediany	33,7%	45,4%	57,4%	56,8%	54,8%	49,2%	-3,1%	1,7%	35,8%
wskaźniki Pekao	2,4	2,3	2,2	12,5	11,4	10,2	18,0	16,3	13,8
Operacyjny PS				13,2	14,5	16,3			
BVPS	69,8	72,5	76,4						
EPS							9,19	10,14	12,04
wagi		50%						25%	25%
wycena według średniej	123,2	119,1	111,0	98,6	106,5	107,3	308,7	176,2	120,3
wycena według mediany	123,8	113,8	105,2	105,5	106,9	110,9	170,8	162,8	121,9

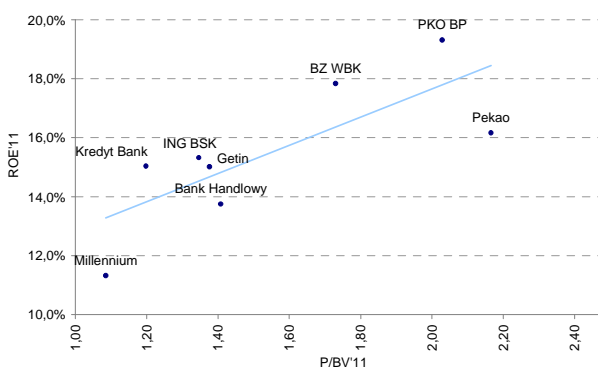
Źródło: DI BRE Banku

* O – wynik operacyjny przed rezerwami

ROE'10 vs. P/BV'10



ROE'11 vs. P/BV'11



Źródło: DI BRE Banku

Podsumowanie wyceny

Cenę docelową dla banków opieramy o dwie metody wyceny: zdyskontowany model dywidend (metoda dochodowa) oraz wycenę porównawczą. Do wyceny dochodowej przypisujemy wagę 80%, do metody porównawczej 20%. Poniżej przedstawiamy podsumowanie wyceny.

Podsumowanie wyceny

	Cena	Waga
WG z metody dochodowej	171,0	80,0%
Wycena porównawcza	128,1	20,0%
Średnia ważona	162,4	
9MTP	175,7	

Źródło: DI BRE Banku

**RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Pekao**

(mln PLN)	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	4 323	4 509	3 802	4 314	4 660	5 082
Przychody pozaodsetkowe	3 991	3 069	3 260	3 239	3 471	3 723
Wynik z prowizji	2 932	2 342	2 289	2 542	2 722	2 910
Wynik handlowy	1 059	727	972	697	749	812
Wynik na działalności bankowej	8 314	7 578	7 063	7 553	8 131	8 804
Inne przychody operacyjne netto	0	745	76	76	76	76
Przychody bankowe ogółem	8 314	8 323	7 139	7 629	8 207	8 880
Koszty nieodsetkowe	-3 805	-3 788	-3 673	-3 823	-3 940	-4 078
Koszty osobowe	-1 933	-1 853	-1 856	-1 899	-1 976	-2 075
Amortyzacja	-393	-413	-439	-442	-438	-431
Inne koszty	-1 496	-1 522	-1 378	-1 481	-1 526	-1 571
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	4 510	4 535	3 466	3 806	4 267	4 803
Saldo rezerw	-320	-294	-534	-571	-424	-462
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	153	105	65	71	77	79
Zysk brutto	4 342	4 346	2 998	3 306	3 920	4 419
Podatek dochodowy	-800	-805	-576	-635	-753	-849
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-13	-13	-10	-10	-10	-10
Zysk netto	3 547	3 528	2 412	2 661	3 157	3 561
Dywidendy wypłacone	2 514	0	1 930	2 129	2 526	2 848

* wstępne dane

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,6%	3,5%	2,9%	3,2%	3,3%	3,4%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,8%	3,8%	3,1%	3,4%	3,5%	3,6%
Spread odsetkowy	3,5%	3,6%	2,9%	3,2%	3,3%	3,3%
Koszty / Przychody	49%	46%	51%	50%	48%	46%
Koszty / Aktywa	-3,6%	-3,0%	-2,8%	-2,9%	-2,8%	-2,7%
Koszty osobowe / Przychody	-26%	-22%	-26%	-25%	-24%	-23%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-7%	-6%	-15%	-15%	-10%	-10%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,5%	-0,4%	-0,66%	-0,69%	-0,48%	-0,48%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	51%	46%	47%	43%	43%	43%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,7%	3,5%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%
ROE	23,1%	23,0%	14,1%	14,3%	16,2%	17,3%
ROA	3,0%	2,8%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	18%	-1%	-32%	10%	19%	13%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	13%	1%	-24%	10%	12%	13%
Przychody bankowe ogółem	11%	0%	-14%	7%	8%	8%
Przychody odsetkowe netto	6%	4%	-16%	13%	8%	9%
Przychody nieodsetkowe netto	14%	-23%	6%	-1%	7%	7%
Koszty nieodsetkowe	9%	0%	-3%	4%	3%	3%

**BILANS**

(mln PLN)	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 122	10 004	9 621	6 332	5 340	4 992
Należności od sektora finansowego	16 960	7 909	7 203	7 035	5 933	5 547
Dłużne papiery wartościowe	24 563	22 553	27 422	30 770	33 138	36 588
Kredyty i pożyczki	69 702	82 515	79 484	85 705	92 301	101 912
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 964	4 632	2 495	2 800	3 015	3 329
Aktywa trwałe	2 710	2 652	2 531	2 528	2 504	2 464
Inne aktywa	3 075	1 766	1 861	2 084	2 241	2 470
Razem aktywa	124 096	132 030	130 616	137 253	144 472	157 303
Zobowiązania wobec sektora finansowego	9 942	14 993	8 479	10 600	10 286	11 758
Depozyty	89 944	90 889	97 250	100 733	106 911	116 739
Wyemitowane papiery wartościowe	3 717	2 471	2 032	2 032	2 032	2 032
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	5 746	7 641	4 484	4 782	5 103	5 595
Kapitały własne	14 667	15 947	18 288	19 019	20 048	21 083
Kapitał zakładowy	262	262	262	262	262	262
Razem pasywa	124 096	132 030	130 616	137 253	144 472	157 303

* wstępne dane

	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	7,3%	5,2%	6,7%	7,9%	7,9%	7,9%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,4%	3,4%	4,3%	5,2%	5,4%	5,4%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	85,2%	88,2%	76,8%	68,6%	69,1%	68,1%
Rezerwy / Kredyty ogółem	6,2%	4,5%	5,1%	5,4%	5,5%	5,4%
Rezerwy / Aktywa	3,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,7%	3,7%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009*	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	13%	12%	14%	14%	14%	13%
Kredyty / Aktywa	51%	62%	61%	62%	64%	65%
Depozyty / Aktywa	77%	69%	74%	73%	74%	74%
Kredyty / Depozyty	67%	91%	82%	85%	86%	87%
Stopa wzrostu kredytów	11%	18%	-4%	8%	8%	10%
Stopa wzrostu depozytów	2%	1%	7%	4%	6%	9%
Stopa wzrostu aktywów	1%	6%	-1%	5%	5%	9%



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

Departament Analiz:

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

Analicycy:

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

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

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

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

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:

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku współpracuje z emitentem.

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 Pekao

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2009-08-05	2009-08-24	2009-10-05	2009-11-13	2010-01-19
kurs z dnia rekomendacji	137,50	141,00	148,20	182,00	176,00
WIG w dniu rekomendacji	35363,92	37915,39	37045,62	40229,36	41256,40