

14 maja 2010

Komentarz specjalny

**Banki**

Polska

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

Pekao

BAPE. WA; PEO.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Brak ożywienia w kredytach**Obecna cena 163,9 PLN, Cena docelowa 172,8 PLN**

Wynik netto na poziomie 603 mln PLN był zgodny z naszymi oczekiwaniami (596 mln PLN), jednak nieco powyżej konsensusu rynkowego (619 mln PLN). W przychodach in minus zapisał się poziom wyniku prowizyjnego (572 mln PLN vs. 623 mln PLN w prognozie i 613 mln PLN kwartał wcześniej). Do pewnego stopnia negatywne zaskoczenie po stronie wyniku prowizyjnego zostało zneutralizowane przez wyższy niż oczekiwania wynik handlowy (171 mln PLN vs. 159 mln PLN w prognozie). In plus zapisał się poziom wydatków, o prawie 4% poniżej naszych oczekiwań. Saldo rezerw było zgodne z oczekiwaniami. Kolejny kwartał z rzędu spada portfel kredytów w banku (-5% Q/Q, -12,5% R/R). Jest to wynikiem słabej koniunktury kredytowej w segmencie przedsiębiorstw. Uważamy, że niski popyt na kredyt ze strony tej grupy klientów utrzyma się w całym 2010 roku, mimo że w drugiej połowie roku można oczekiwać poprawy w porównaniu do bardzo słabego 1Q10. Naszym zdaniem bez wzrostu aktywności w zakresie udzielania kredytów, potencjał do dalszej poprawy wyników jest ograniczony. A miejsca na wzrost jest sporo. Współczynnik wypłacalności wynosił po 1Q10 18,4% (uwzględnia tylko zysk za 2009 rok), co obniża ROE, które obecnie sięga 12,9%. Efektywne wykorzystanie kapitału oznacza raczej pierwszą liczbę jako rentowność, a drugą jako współczynnik wypłacalności. Bank nie wyklucza akwizycji, na co pozwala mu obecnie baza kapitałowa. Uważamy jednak, że nie przejmie udziałów w BZ WBK. Nie widzimy konieczności rewizji naszych prognoz dla Pekao. Prognozujemy, że bank zarobi w tym roku 2,67 mld PLN. Po 1Q10 nasza prognoza została zrealizowana w 23%. Korygujemy naszą cenę docelową dla walorów Pekao o dywidendę (dzień prawa do dywidendy przypada na 17 maja, od 13 maja akcje notowane są bez prawa do dywidendy). Cena docelowa jest niższa o 2,9 PLN/akcję, na poziomie 172,8 PLN/akcję.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

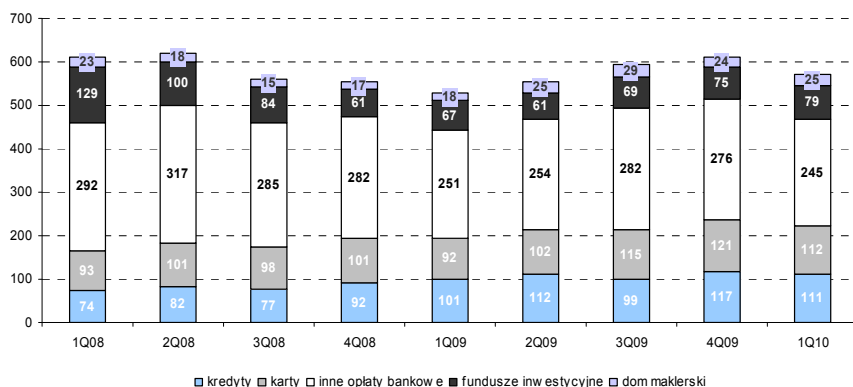
| (mln PLN) | 1Q10P | różnica | 1Q10 | zmiana | 1Q09 | 2010P | zmiana | 2009 | 1Q10/2010P |
|-------------------|-------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|------------|
| Wynik odsetkowy | 994 | 1,1% | 1 005 | 10,5% | 910 | 4 314 | -11,9% | 3 802 | 23,3% |
| Wynik prowizyjny | 623 | -8,2% | 572 | 8,2% | 529 | 2 542 | -10,0% | 2 289 | 22,5% |
| NIM | 3,1% | - | 3,1% | - | 2,7% | 3,2% | - | 2,9% | - |
| WNDB | 1 777 | -1,6% | 1 748 | 3,2% | 1 694 | 7 553 | -6,5% | 7 063 | 23,1% |
| Koszty działania | -937 | -3,6% | -904 | -2,3% | -925 | -3 823 | -3,9% | -3 673 | 23,6% |
| Wynik operacyjny* | 859 | 0,3% | 861 | 9,1% | 789 | 3 806 | -8,9% | 3 466 | 22,6% |
| Saldo rezerw | -140 | -0,3% | -140 | -52,6% | -92 | -571 | -6,6% | -534 | 24,5% |
| Zysk brutto | 740 | 0,2% | 742 | 4,4% | 711 | 3 306 | -9,3% | 2 998 | 22,4% |
| Zysk netto | 596 | 1,0% | 603 | 6,4% | 566 | 2 661 | -9,4% | 2 412 | 22,6% |

Źródło: DI BRE Banku, Pekao
* przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Marża odsetkowa w relacji do aktywów ogółem poprawiła się o około 5 pb., co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że przyczyną poprawy należy szukać w spadającym koszcie finansowania, co było możliwe dzięki odpływowi dużych depozytów korporacyjnych, które obserwowaliśmy na koniec ub.r. Uważamy, że w kolejnych kwartałach coraz trudniej będzie poprawiać wynik odsetkowy na bazie poprawy marży depozytowej. Przyczyną będą spadające rynkowe stopy procentowe (WIBOR3M jest obecnie na poziomie 3,85%, podczas gdy na koniec marca sięgał 4,1%, przy wyższej średniej za 1Q10). Dopiero w przyszłym roku, gdy oczekujemy wzrostu rynkowych stóp procentowych można liczyć na większą poprawę marży depozytowej. Szansą na poprawę wyniku odsetkowego jest wzrost sprzedaży nowych kredytów i zahamowanie trendu spadkowego w zakresie portfela kredytów. Uważamy, że pierwsze pozytywne sygnały będą widoczne w 2H'10, choć oczekujemy tylko umiarkowanej poprawy.

Wynik prowizyjny był znacznie poniżej naszych oczekiwań (572 mln PLN vs. 623 mln PLN prognozy). Przyczyną był bardzo widoczny spadek tzw. „innych opłat bankowych”. Oczekiwaliśmy mniejszej sezonowości niż rok temu, jednak spadek aktywności klientów (obrazowany m.in. przez spadek wolumenów kredytów i depozytów), ciężka zima w Polsce oraz efekty sezonowe (patrz 1Q109 vs. 4Q08) doprowadziły do mocnego spadku w tym obszarze. Uważamy, że w kolejnych kwartałach, podobnie jak w ub.r. poziom wyniku prowizyjnego w tym zakresie zacznie się powoli odbudowywać, tym bardziej, że oczekujemy wzrostu aktywności biznesowej w zakresie kredytów.

Wynik prowizyjny (mln PLN)

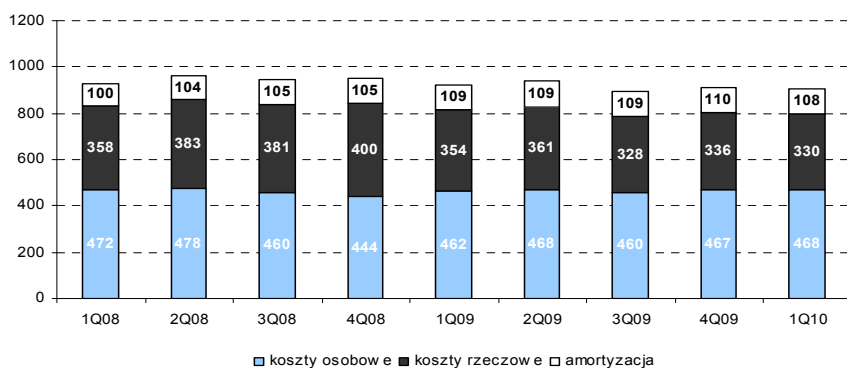


Źródło: DI BRE Banku, Pekao

Koszty działania były pozytywną niespodzianką i o kolejne 9 mln PLN mniejsze w relacji do poprzedniego kwartału. Jednym z elementów wyróżniających Pekao na tle sektora jest dbałość o poziom wydatków i utrzymywanie relacji koszty/przychody na najniższych poziomach w sektorze (51% po 1Q10 vs. 51,4% w 2009 roku). Naszym zdaniem istnieje duża szansa na dalsze efektywne zarządzanie bazą wydatków, jednak w marginalnym stopniu może się to przyczynić do dalszej poprawy wyników operacyjnych.

W 1Q10 bank objął konsolidacją Centrum Bankowości Bezpośredniej. W związku z tym wzrosła liczba zatrudnionych w grupie (o 321 osób). W komentarzu zarządu do wyników czytamy, że po wyłączeniu zmiany jednostek objętych konsolidacją zatrudnienie spadłoby o 52 osoby 1Q10. Centrum Bankowości Bezpośredniej stanowiło jednostkę usługową w grupie (call centre). Objęcie podmiotu konsolidacją zwiększyło poziom kosztów osobowych, ale pozytywnie wpłynęło na poziom kosztów rzeczowych.

Koszty działania (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, Pekao

Jakość aktywów

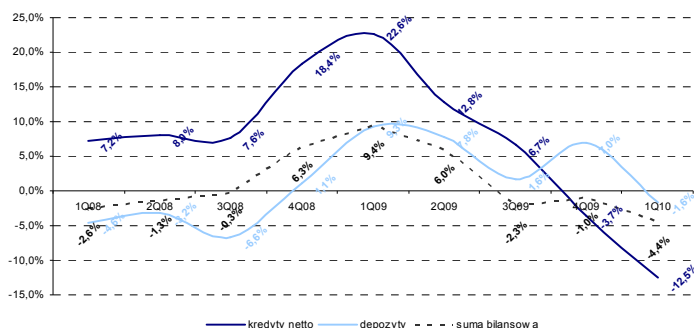
Portfel kredytów nieregularnych wzrósł w ciągu kwartału o 106 mln PLN, co wskazuje, że tempo przyrostu kredytów zagrożonych jest wyraźnie wolniejsze niż w 1H09 (wówczas przyrosty na poziomie ponad 0,5 mld PLN w każdym z kwartałów). Bank pokazał podział należności nieregularnych na segment detaliczny. Z 5,8 mld PLN kredytów nieregularnych, 1,7 mld PLN stanowiły kredyty detaliczne (wzrost w ciągu kwartału o 71 mln PLN), a 4,1 mld PLN kredyty korporacyjne (wzrost o 35 mln PLN w ciągu kwartału). W skali roku portfel kredytów nieregularnych w segmencie detalicznym wzrósł o 77 mln PLN. Jesteśmy zaskoczeni bardzo niską skalą przyrostu należności nieregularnych w segmencie detalicznym. Wskaźnik należności nieregularnych prawie nie drgnął (wzrost z 5,8% na koniec 1Q09 do 6% obecnie). W segmencie korporacyjnym poziom należności zagrożonych wzrósł 0,44 mld PLN, a wskaźnik kredyty zagrożone/kredyty ogółem wzrósł z 5,8% do 7,9%. Dalej są o wskaźniki plasujące bank poniżej średnich rynkowych w zakresie korporacji, i niewiele powyżej średnich dla sektora w zakresie kredytów detalicznych. Uważamy, że w ubiegłym roku większość rezerw tworzona była w segmencie korporacyjnym, podczas gdy w tym roku większość rezerw przypadnie na segment detaliczny.

Trendy w bilansie

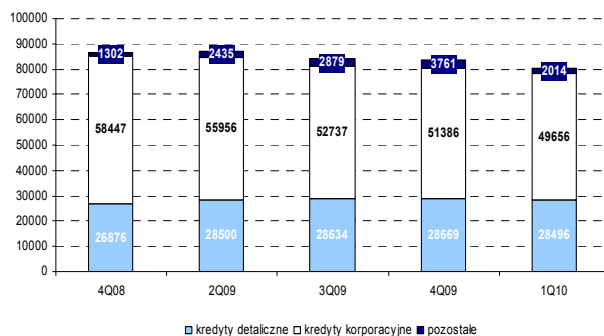
Od 1Q07 suma bilansowa porusza się w przedziale 120 – 134 mld PLN (po 1Q10 128 mld PLN). W 1Q10 spadł poziom ekspozycji Pekao na gotówkę i środki ulokowane w Banku Centralnym. Wzrósł za to istotnie portfel instrumentów dostępnych do sprzedaży. Spadek kredytów netto o 3,75 mld PLN w ciągu kwartału w większości z został odzwierciedlony w spadku sumy bilansowej (o 2,7 mld PLN). Od 1Q09 konsekwentnie spada portfel kredytów. W 1Q10 spadł o prawie 5% Q/Q i 12,5% R/R. Uważamy, że w kolejnych kwartałach trend spadkowy w zakresie portfela kredytów będzie powoli już mniej widoczny.

Uważamy, że wysokie dynamiki spadku z jakimi mieliśmy do czynienia w 1Q10 są m.in. efektem wysokiej bazy odniesienia. Od kilku kwartałów obserwujemy słabą koniunkturę w zakresie tempa przyrostu kredytów, jednak dopiero w danych za 1Q10 widoczna jest skala spadku aktywności w tym zakresie. Do pewnego stopnia czynnikiem jest również umocnienie złotówki, zarówno kwartał do kwartału jak i w szczególności rok do roku.

Zmiana wolumenów R/R



Kredyty brutto (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, Pekao

Głównym czynnikiem prowadzącym do spadku portfela kredytów jest spadek w obszarze kredytów korporacyjnych. Jednocześnie w 1Q10 spadł również portfel transakcji z przyrzeczeniem odkupu, co obniżyło portfel należności od klientów w kategorii „pozostałe”. W zakresie korporacji w trendzie spadkowym są przede wszystkim kredyty „dużych korporacji”. To one odpowiadały za spadek portfela z kwartału na kwartał. W skali roku widoczne jest jednak ograniczenie aktywności kredytowej we wszystkich obszarach.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

| (mln PLN) | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 | Q/Q | R/R |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| Kredyty | 86 553 | 82 412 | 79 754 | 79 484 | 75 735 | -4,7% | -12,5% |
| Depozyty | 95 147 | 93 439 | 88 073 | 97 250 | 93 582 | -3,8% | -1,6% |
| Suma bilansowa | 133 884 | 128 203 | 124 212 | 130 616 | 127 928 | -2,1% | -4,4% |
| Wynik odsetkowy | 910 | 948 | 970 | 974 | 1 005 | 3,2% | 10,5% |
| Wynik prowizyjny | 529 | 554 | 594 | 613 | 572 | -6,6% | 8,2% |
| Wynik handlowy | 256 | 314 | 202 | 201 | 171 | -14,8% | -33,2% |
| WNDB | 1 694 | 1 816 | 1 765 | 1 787 | 1 748 | -2,2% | 3,2% |
| Pozostałe przychody operacyjne | 20 | 12 | 33 | 11 | 16 | 48,0% | -19,3% |
| Przychody bankowe | 1 714 | 1 828 | 1 798 | 1 798 | 1 764 | -1,9% | 2,9% |
| Koszty działania | -925 | -938 | -897 | -913 | -904 | -1,0% | -2,3% |
| Wynik przed rezerwami | 789 | 890 | 901 | 886 | 861 | -2,8% | 9,1% |
| Saldo rezerw | -92 | -152 | -151 | -138 | -140 | 1,2% | 52,6% |
| Wynik operacyjny | 698 | 737 | 750 | 747 | 721 | -3,6% | 3,3% |
| Udział w wyniku jedn. stow. | 13 | 18 | 15 | 19 | 21 | 9,1% | 59,3% |
| Wynik brutto | 711 | 755 | 765 | 766 | 742 | -3,2% | 4,4% |
| Podatek dochodowy | -141 | -141 | -142 | -152 | -137 | -9,9% | -3,1% |
| Udziały mniejszości | -3 | -1 | -2 | -3 | -2 | -24,1% | -33,2% |
| Wynik netto | 566 | 613 | 620 | 612 | 603 | -1,5% | 6,4% |

Źródło: DI BRE Banku, Pekao

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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.