DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

5 listopada 2009

Aktualizacja raportu

Banki

Polska

Handlowy

Trzymaj

BAHA.WA; BHW.PW

(Niezmieniona)

Cena bieżąca	**64,6 PLN**
Cena docelowa	**67,8 PLN**
Kapitalizacja	8,4 mld PLN
Free float	2,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	13,9 mln PLN

Struktura akcjonariatu

COIC	75%
Pozostali	25%

Strategia dotycząca sektora

Powrót płynności na rynki finansowe obniża koszt finansowania mając wpływ na rynek pieniądza hurtowego i skłonność banków do pozyskiwania drogich 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.

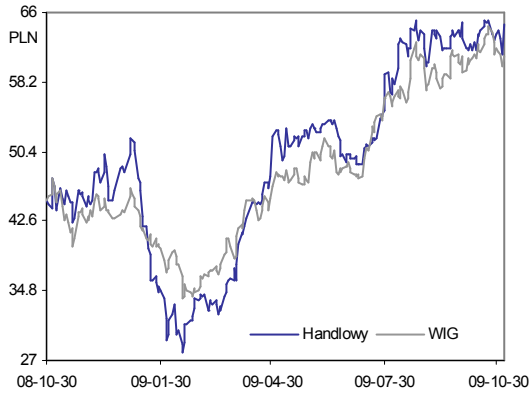
Profil spółki

Bank Handlowy należy do pierwszej dziesiątki banków uniwersalnych w Polsce. Struktura portfela kredytowego i depozytowego Banku Handlowego jednoznacznie wskazuje na znaczącą rolę segmentu korporacyjnego w generowaniu wyników operacyjnych. W ciągu ostatnich kilku lat bank stworzył dość znaczącą dla swoich kredytów pozycję w zakresie kredytów konsumenckich (kredyty gotówkowe, karty kredytowe). Relacja kredyty/depozyty wynosiła 72% na koniec 3Q09 Współczynnik wypłacalności na koniec 3Q09 wynosił 15,2% (Tier I).

Ważne daty

11.II.10 — publikacja raportu za 4Q09

Kurs akcji Banku Handlowego na tle WIG



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

Dywidenda coraz wyższa

Pozytywne zaskoczenie na wynikach 3Q09 przekłada się bezpośrednio na poziom tegorocznego zysku, a ten w większości zostanie przeznaczony na dywidendę. Przy współczynniku wypłacalności na poziomie 15,2% (w całości Tier I) bank jest w stanie wypłacać większość zysków. Obok rewizji prognoz wyników na kolejne lata, podnosimy również stopę wypłaty z zysków do 80% (poprzednio 70%). Przy naszej prognozie zysku netto na 2009 roku na poziomie 554 mln PLN daje to 3,38 PLN/akcję i przekłada się na na stopę dywidendy brutto na poziomie 5,2%. Handlowy na powrót staje się bankiem z największą stopą dywidendy. Będzie to jeden z trzech banków (poza nim naszym zdaniem również PKO BP i Pekao), które wypłacą dywidendę już w przyszłym roku. Wyznaczamy naszą cenę docelową na 67,8 PLN/akcję (poprzednio 59,5 PLN/akcję) i zalecamy trzymanie akcji w portfelu. Nad wyceną ciągle ciąży podaż akcji ze Skarbu Państwa. Wycena na poziomie 1,3x BV'10 (1,7xTCE'10) oraz P/E'10 14 (ING BSK P/E'10 12,6), nie prezentuje atrakcyjnych dyskont w relacji do konkurencji.

Zrewidowane oczekiwania

Podnieśliśmy nasze prognozy wyników finansowych na ten i kolejny rok, łącznie o 50%. Wynika to ze zwrotu podatku w 3Q09 (115 mln PLN wpływu na wynik brutto), przychodów podniesionych o 3,4% (głównie wynik prowizyjny i handlowy), obniżenia założeń w zakresie wydatków (o 3%) i niższych założeń w zakresie kosztów ryzyka kredytowego (odpisy na poziomie 3,7% i 2,2% w latach 2010 — 2011 vs. poprzednio 4,1% i 2,9%). Uzasadnieniem dla tych zmian były wyniki 3Q09. W przypadku kosztów ryzyka, brak odpisów w segmencie korporacyjnym w 3Q09 nie oznacza końca problemów (oczekujemy wzrostu odpisów w 4Q09). Jednak informacja o tym, że bank nie obserwuje nowych klientów korporacyjnych mających problem ze spłatą oraz, że wcześniejsze działania w segmencie detalicznym przyniosą pozytywne efekty przemawiają za bardziej optymistycznymi założeniami. W długim terminie rewizja prognoz nie była tak znacząca (średnio podnieśliśmy je o niecałe 8%).

Czekamy na strategię

Prezes Banku Handlowego powiedział, że pod koniec roku bank przedstawi rewizję swojej strategii. W tym roku bank traci udziały w rynku korporacyjnym, zarówno po stronie kredytów jak i depozytów. Wraz z wyższymi marżami na kredytach mieszkaniowych, przeprowadzonej ostatnio kampanii konta oszczędnościowego, której celem było pozyskanie nowych klientów, uważamy, że bank może położyć większy nacisk na detal. Jak na razie są to jednak tylko nasze przypuszczenia. Mocną stroną banku ciągle jest ograniczanie wydatków i ścisła ich kontrola. Słabą stroną za to jest słabnąca pozycja w segmencie korporacyjnym.

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 204	1 366	1 520	1 559	1 588
Marża odsetkowa	3,2%	3,4%	3,8%	4,1%	4,0%
WNDB	2 447	2 313	2 429	2 429	2 493
Zysk operacyjny*	990	910	1 209	1 061	1 066
Zysk brutto	1 034	759	708	766	997
Zysk netto	824	600	552	605	787
ROE	15,0%	10,7%	9,4%	9,7%	12,1%
P/E	10,2	14,1	15,3	14,0	10,7
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3
D/PS**	4,75	0,00	3,38	3,70	4,82
Stopa dywidendy	7,4%	0,0%	5,2%	5,7%	7,5%

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

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

Wyniki 3Q09

Wynik netto na poziomie 285 mln PLN znacznie przekroczył oczekiwania rynku (konsensus *PAP* 224 mln PLN, nasza prognoza 238 mln PLN). Wynikało to ze znacznego spadku wydatków oraz obniżonego salda rezerw (koszty ryzyka spadły do 167pb, z 485 pb w 1H09). Przychody zarówno pod względem struktury, jak i poziomu nie odbiegały od naszych prognoz. Negatywnie oceniamy sytuację w zakresie wolumenów banku. Kredyty spadają już 6,4% R/R (-1,6% Q/Q), a depozyty spadły aż o 5,5% Q/Q (i 7,5% R/R). Spadki te ciągną w dół sumę bilansową, która spadła o prawie 8% w ciągu kwartału. Wskaźnik kredyty/depozyty wzrósł do poziomu 72%, jednak kredyty dalej stanowią zaledwie 34% sumy bilansowej. Nie wróży to pozytywnego scenariusza dla poprawy wyniku odsetkowego w kolejnych kwartałach.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy	370	1,7%	376	12,3%	335	1 144	0,6%	1 150	17,2%	982
Wynik prowizyjny	144	3,9%	150	-0,3%	150	399	1,4%	405	-15,6%	480
NIM	3,6%		3,8%		3,6%	3,6%		3,7%		3,5%
WNDB	612	1,6%	622	-4,3%	650	1 800	0,5%	1 810	-3,5%	1 875
Koszty działania	-351	-6,4%	-328	-10,6%	-367	-1 076	-2,1%	-1 053	-9,2%	-1 160
Wynik operacyjny*	397	3,0%	409	38,7%	295	893	1,3%	905	17,4%	771
Saldo rezerw	-99	-44,2%	-55	145,0%	-23	-432	-10,2%	-388	560,9%	-59
Zysk brutto	298	19,0%	355	30,1%	273	460	12,3%	516	-27,6%	714
Zysk netto	238	19,7%	285	32,3%	216	356	13,2%	403	-28,8%	566

Źródło: DI BRE Banku, Bank Handlowy
** przed kosztami rezerw*

Wynik odsetkowy sięgnął 376 mln PLN i był zgodny z naszymi oczekiwaniami (370 mln PLN) i konsensusem rynkowym (372 mln PLN). Spadające wolumeny mają negatywne przełożenie na poziom wyniku, mimo znacznie poprawiającej się marży odsetkowej (z 3,5% w 2Q09 do 3,8% w 3Q09). Bank w stosunkowo niewielkim stopniu został dotknięty przez wojnę depozytową, a po wyczerpaniu się potencjału do poprawy marży odsetkowej, wynik odsetkowy znajdzie się pod presją spadających wolumenów. W przyszłym roku można oczekiwać niewielkiej poprawy (wolumeny powinny się odbudowywać), jednak Bank Handlowy będzie miał znacznie niższy wzrost niż pozostałe podmioty.

Wynik prowizyjny okazał się nieco wyższy od naszych oczekiwań (150 mln PLN vs. prognoza 144 mln PLN). Podtrzymujemy opinię, że kolejne kwartały powinny przynieść konsekwentną poprawę w tym zakresie. Wynik handlowy był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Uważamy jednak, że w kolejnych kwartałach może znaleźć się pod presją ze względu na mniejsze szanse na zyski na rynkach finansowych i spadającą aktywność klientów korporacyjnych.

Pozostałe przychody operacyjne sięgnęły 116 mln PLN. Były niższe niż nasze oczekiwania (136 mln PLN). Obok zwrotu podatku (zakładaliśmy 118 mln PLN, bank w przychodach wykazał 112 mln PLN), oczekiwaliśmy normalnego poziomu pozostałych przychodów operacyjnych netto. Po wyłączeniu wpływu zwrotu wynik byłby bliski zeru. Bank zaksięgował dodatkowe koszty w tej pozycji, co naszym zdaniem nie przełoży się w żaden sposób na kolejne kwartały.

Koszty działania były największą pozytywną niespodzianką, a wśród nich wyróżniły się koszty rzeczowe. Spadły aż o 15 mln PLN Q/Q, z czego o 10 mln PLN obniżyły się wydatki na usługi doradcze. Lekko obniżyły się również opłaty za najem i usługi pocztowe. Część z tych pozycji trwale wpłynie na obniżenie wydatków, co miało wpływ na rewizję naszych prognoz. Koszty osobowe spadły już niewiele (2,4 mln PLN Q/Q), co tłumaczyć można zakończoną wcześniej restrukturyzacją zatrudnienia i utrzymywania kontroli wydatków w tym zakresie. Amortyzacja była znacznie niższa niż w poprzednich kwartałach, co było wynikiem korekty na skutek zwrotu podatku (ok. 3 mln PLN) oraz obniżenia liczby oddziałów o 3 punkty. Uważamy, że kolejne kwartały przyniosą bardzo ograniczony potencjał do jakichkolwiek dalszych obniżek wydatków. Zostaną one jednak pod ścisłą kontrolą.

Koszty ryzyka okazały się znacznie niższe od naszych oczekiwań i sięgnęły 55 mln PLN (167 pb.) vs. nasza prognoza 99 mln PLN (300 pb). Sprzedaż portfela należności nieregularnych (stare kredyty z segmentu korporacyjnego) miała niematerialny wpływ na odpisy. W 3Q09 bank nie zwiększał odpisów w tym segmencie. Koszty ryzyka skupiły się w segmencie detalicznym. Pozytywnie oceniamy zapowiedzi, że bank nie widzi obecnie nowych klientów korporacyjnych, którzy mieliby problemy z regulowaniem swoich zobowiązań. Nie przesądza to

jednak o kosztach ryzyka kolejnego kwartału, gdzie wraz z końcem roku rezerwy mogą być dotwarzane. Uważamy jednak, że będą one na znacznie niższym poziomie niż w pierwszej połowie roku. Z większym optymizmem patrzymy również na przyszłoroczne koszty ryzyka kredytowego. Bank stosunkowo wcześnie podjął działania zmierzające do weryfikacji polityki kredytowej w segmencie kredytów detalicznych (działa w obszarze kredytów gotówkowych i kart kredytowych). Może się to przełożyć na szybsze tempo wychodzenia z wyższych rezerw w tym obszarze. Obniżamy nasze założenia na przyszły rok z 2,9% do 2,2% kredytów netto (z 378 mln PLN, do 294 mln PLN).

Sprzedaż portfela należności nieregularnych (poziom NPL spadł o ok. 640 mln PLN), spowodował poprawę wskaźnika NPL/Kredyty brutto do poziomu 11,5% z 15,5% kwartał wcześniej. Jednocześnie spadł poziom pokrycia należności nieregularnych rezerwami, co jest normalne przy takich transakcjach (z portfela NPL usuwane są głównie należności w pełni pokryte rezerwami). Wysoki na tle rynku (70% vs. 58% w sektorze) poziom pokrycia należności nieregularnych rezerwami wynika m.in. z dużego udziału starych kredytów w portfelu niespłacanych należności i braku w portfelu kredytów hipotecznych (niższe wskaźniki szkodowości, lepsze zabezpieczenia).

Portfel kredytów spadł przede wszystkim ze względu na ograniczanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (-13% R/R. -4% Q/Q), jednak w zakresie kredytów detalicznych bank również hamuje (+4,4% R/R, +1,2% Q/Q). Portfel depozytów spadł o 5,5% Q/Q. Odpowiedzialny za to był segment korporacyjny (-12,5% w ciągu kwartału), podczas gdy w segmencie detalicznym widać pozytywną tendencję. Promocja konta oszczędnościowego w Banku Handlowym przynosi wymierne efekty. Poziom środków klientów detalicznych na rachunkach bieżących wzrósł już po przeszło 1 mld PLN od początku roku. Ogółem depozyty detaliczne zwiększyły się o prawie 700 mln PLN w ciągu kwartału co w całości należy przypisać rachunkom bieżącym. Dane na temat wolumenów wskazują na utratę udziałów rynkowych w segmencie korporacyjnym. Ze względu na ograniczanie akcji kredytowej, przedsiębiorstwa relokują również swoje depozyty, gdyż spadki wolumenów w tym zakresie wielokrotnie przekraczają dynamiki rynkowe. Mimo braku aktywnego zwiększania portfela kredytów, wskaźnik kredyty/depozyty rośnie i na koniec 3Q09 sięgnął 72%.

Wolumeny

(mln PLN)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Kredyty					
przedsiębiorstwa	8 677	8 426	8 444	7 828	7 546
gospodarstwa	5 397	5 460	5 445	5 563	5 632
RAZEM	***14 074***	***13 886***	***13 889***	***13 392***	***13 178***
Depozyty					
przedsiębiorstwa	12 971	14 436	12 992	13 889	12 149
gospodarstwa	6 850	5 500	5 977	5 504	6 186
RAZEM	***19 821***	***19 935***	***18 969***	***19 393***	***18 335***
Kredyty Q/Q					
przedsiębiorstwa	-2,9%	-2,9%	0,2%	-7,3%	-3,6%
gospodarstwa	4,2%	1,2%	-0,3%	2,2%	1,2%
RAZEM	***-0,3%***	***-1,3%***	***0,0%***	***-3,6%***	***-1,6%***
Depozyty Q/Q					
przedsiębiorstwa	-4,2%	11,3%	-10,0%	6,9%	-12,5%
gospodarstwa	-2,2%	-19,7%	8,7%	-7,9%	12,4%
RAZEM	***-3,5%***	***0,6%***	***-4,8%***	***2,2%***	***-5,5%***
Kredyty R/R					
przedsiębiorstwa	6,4%	8,5%		-12,4%	-13,0%
gospodarstwa	21,3%	15,7%		7,4%	4,4%
RAZEM	***11,6%***	***11,2%***		***-5,2%***	***-6,4%***
Depozyty R/R					
przedsiębiorstwa	-9,2%	6,7%		2,6%	-6,3%
gospodarstwa	15,7%	-12,2%		-21,4%	-9,7%
RAZEM	***-1,9%***	***0,7%***		***-5,6%***	***-7,5%***

Źródło: DI BRE Banku, Bank Handlowy

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	13 278	14 120	14 074	13 886	13 889	13 392	13 178	-1,6%	-6,4%
Depozyty	21 351	20 539	19 821	19 935	18 969	19 393	18 335	-5,5%	-7,5%
Suma bilansowa	37 394	38 294	37 069	42 550	45 273	41 638	38 404	-7,8%	3,6%
Wynik odsetkowy	322	325	335	384	390	384	376	-1,9%	12,3%
Wynik prowizyjny	166	164	150	139	125	130	150	15,0%	-0,3%
Wynik handlowy	151	98	165	-85	61	98	96	-2,5%	-41,8%
WNDB	639	586	650	438	576	612	622	1,6%	-4,3%
Pozostałe przychody operacyjne netto	18	25	13	37	18	15	116	695,2%	824,3%
Przychody bankowe	657	611	662	475	594	626	737	17,7%	11,3%
Koszty działania	-385	-357	-343	-313	-352	-330	-313	-5,3%	-8,9%
Amortyzacja	-26	-24	-24	-23	-22	-21	-15	-27,0%	-36,0%
Koszty ogółem	-411	-382	-367	-336	-374	-352	-328	-6,7%	-10,6%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	246	230	295	139	221	275	409	48,8%	38,7%
Saldo rezerw	-20	-16	-23	-94	-152	-181	-55	-69,3%	145,0%
Wynik operacyjny	226	214	273	44	68	94	354	274,6%	29,8%
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	1	0	0	1	-1	1	1	-5,5%	n.a.
Zysk brutto	227	214	273	45	67	95	355	272,4%	30,1%
Podatek dochodowy	-47	-44	-57	-11	-21	-24	-69	191,0%	21,8%
Zysk netto	180	170	216	35	46	71	285	299,6%	32,3%

Źródło: DI BRE Banku, Bank Handlowy

Wycena

Wycena metodą dochodową

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 osiągane przez bank w ostatnim roku prognozy (2018).

Dywidendy

Wyższy wynik netto przekłada się na wyższy poziom dywidendy, co ma kluczowy wpływ na wycenę Banku Handlowego. Prezes banku jednoznacznie zapowiada, że chciałby aby bank powrócił do wypłacania dywidendy z zysków w latach kolejnych.

Wysoki współczynnik wypłacalności (15,2% po 3Q09) oraz spadające wolumeny (spadek aktywów ważonych ryzykiem) przesądzają naszym zdaniem o wysokiej dywidendzie z tegorocznych zysków. Podnosimy nasze założenia w kwestii stopy wypłaty z zysków netto z 70% do 80%. W dwóch ostatnich latach pozostawiamy stopę wypłaty na poziomie ok. 70% co wynika z rentowności kapitałów własnych i zakładanej stopy wzrostu w długim terminie w Banku Handlowym. Ma to pozytywny wpływ na wycenę.

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich. 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 3 listopada 2009 na poziomie 6,155%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,16% (poprzednio 6,11%).

Zmiana poziomu wyceny

Podnosimy wycenę o 14% w relacji do poprzedniego raportu analitycznego. Wynika to z:

- Wyższego długoterminowego ROE (13,5% vs. poprzednio 13,1%), co wynika z wyższej stopy wypłaty z zysków oraz wyższych prognoz wyników finansowych.
- Wyższych dywidend w latach prognozy.
- Zmiana stopy wolnej od ryzyka oraz przesunięcie miesiąca, na który wyznaczono wartość godziwą ma nieistotny wpływ na wycenę.

Podsumowanie wyceny metodą dochodową

(PLN/akcję)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
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	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%	11,16%
EPS	4,22	4,63	6,02	6,37	6,94	7,36	7,63	8,02	8,02	8,49	
EPS zmiana R/R (%)	-8,1%	9,6%	30,1%	5,7%	9,0%	6,1%	3,6%	5,2%	-0,1%	5,9%	
BVPS	47,3	48,5	50,9	52,4	54,2	56,1	57,8	59,7	61,3	64,2	
BVPS zmiana R/R (%)	9,8%	2,6%	4,8%	3,0%	3,5%	3,3%	3,1%	3,3%	2,7%	4,7%	
ROE	9,4%	9,7%	12,1%	12,3%	13,0%	13,4%	13,4%	13,7%	13,3%	13,5%	
Długoterminowe ROE											13,5%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											1,33
Wartość kapitału, koniec 2017											85,5
Wartość kapitału, koniec 2016											77,0
Wartość kapitału, koniec 2015											69,2
Wartość kapitału, koniec 2014											62,3
Wartość kapitału, koniec 2013											56,0
Wartość kapitału, koniec 2012											50,4
Wartość kapitału, koniec 2011											45,4
Wartość kapitału, koniec 2010											40,8
Wartość kapitału, koniec 2009											36,7
Wartość kapitału, koniec 2008											33,0
DPS	3,38	3,70	4,82	5,09	5,55	5,89	6,10	6,42	5,60	5,98	
DPS/EPS	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	69,8%	70,4%	
Zdyskontowane DPS	2,86	2,82	3,30	3,14	3,08	2,94	2,74	2,59	2,03	2,17	
Zdyskontowane DPS razem											27,65
Wartość godziwa na koniec stycznia 2009											62,6
9MTP											67,8
obecna cena											64,6
potencjał zmiany											5%

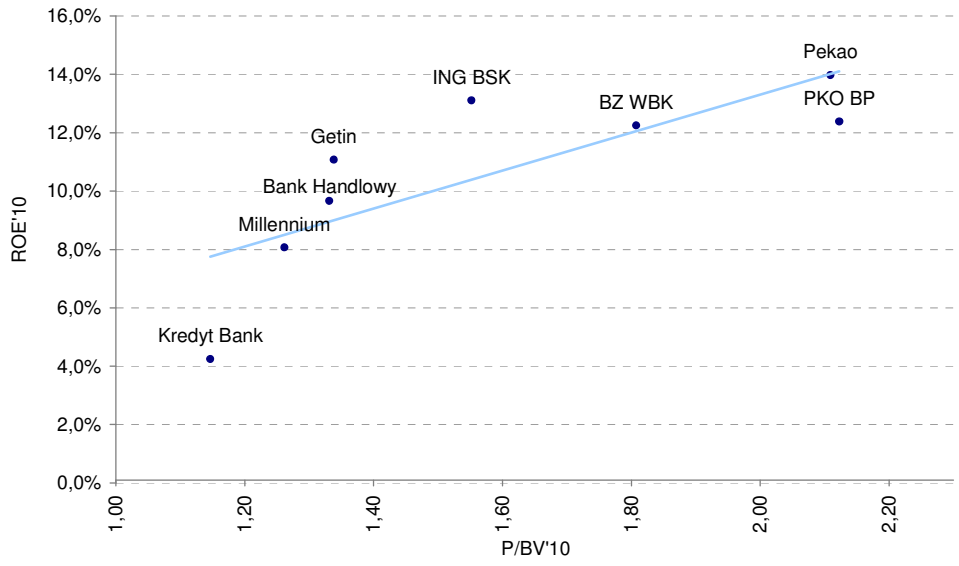
Źródło: DI BRE Banku
** stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 3 listopada 2009*

Podsumowanie wskaźników banków

	cena	P/BV			P/E			PBV/ROE		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	**156,8**	**2,0**	**1,8**	**1,5**	**17,7**	**15,7**	**9,9**	**16,7**	**14,8**	**9,1**
dyskonto/premia do mediany		*15,5%*	*16,5%*	*14,5%*	*-15,2%*	*-0,2%*	*3,6%*	*-6,7%*	*-2,2%*	*2,7%*
dyskonto/premia do średniej		*20,5%*	*17,4%*	*14,8%*	*-58,0%*	*-4,7%*	*7,3%*	*-59,3%*	*-6,3%*	*6,2%*
Getin	**8,03**	**1,5**	**1,3**	**1,1**	**25,5**	**12,8**	**7,3**	**24,8**	**12,1**	**6,7**
dyskonto/premia do mediany		*-15,5%*	*-13,8%*	*-15,3%*	*22,3%*	*-18,7%*	*-23,5%*	*38,5%*	*-19,9%*	*-24,1%*
dyskonto/premia do średniej		*-11,8%*	*-13,1%*	*-15,0%*	*-39,5%*	*-22,4%*	*-20,7%*	*-39,7%*	*-23,3%*	*-21,5%*
ING BSK	**656,0**	**1,8**	**1,6**	**1,3**	**14,2**	**12,6**	**9,5**	**13,3**	**11,8**	**8,9**
dyskonto/premia do mediany		*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*-31,8%*	*-19,6%*	*0,0%*	*-25,4%*	*-21,5%*	*0,0%*
dyskonto/premia do średniej		*4,4%*	*0,8%*	*0,3%*	*-66,3%*	*-23,3%*	*3,6%*	*-67,5%*	*-24,9%*	*3,4%*
Kredyt Bank	**11,8**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**108,8**	**27,6**	**8,6**	**108,2**	**27,0**	**8,1**
dyskonto/premia do mediany		*-32,4%*	*-26,1%*	*-24,2%*	*421,7%*	*75,8%*	*-10,1%*	*505,5%*	*79,0%*	*-9,0%*
dyskonto/premia do średniej		*-29,5%*	*-25,5%*	*-24,0%*	*158,3%*	*67,8%*	*-6,8%*	*163,8%*	*71,4%*	*-5,9%*
Millennium	**4,60**	**1,4**	**1,3**	**1,1**	**93,6**	**16,3**	**8,6**	**92,9**	**15,6**	**8,1**
dyskonto/premia do mediany		*-22,7%*	*-18,7%*	*-17,6%*	*348,9%*	*3,7%*	*-9,6%*	*419,9%*	*3,6%*	*-9,0%*
dyskonto/premia do średniej		*-19,4%*	*-18,1%*	*-17,3%*	*122,2%*	*-1,0%*	*-6,4%*	*126,6%*	*-0,8%*	*-6,0%*
Pekao	**158,90**	**2,3**	**2,1**	**1,9**	**18,1**	**15,7**	**12,4**	**16,9**	**15,1**	**11,8**
dyskonto/premia do mediany		*29,0%*	*35,9%*	*43,3%*	*-13,3%*	*0,0%*	*30,0%*	*-5,2%*	*0,0%*	*33,3%*
dyskonto/premia do średniej		*34,6%*	*36,9%*	*43,7%*	*-57,1%*	*-4,6%*	*34,8%*	*-58,7%*	*-4,2%*	*37,8%*
PKO BP	**34,85**	**2,2**	**2,1**	**1,9**	**20,9**	**17,6**	**11,0**	**17,9**	**17,1**	**10,3**
dyskonto/premia do mediany		*26,0%*	*36,8%*	*40,4%*	*0,0%*	*12,0%*	*15,1%*	*0,0%*	*13,6%*	*16,5%*
dyskonto/premia do średniej		*31,5%*	*37,8%*	*40,8%*	*-50,5%*	*6,9%*	*19,2%*	*-56,4%*	*8,8%*	*20,4%*
mediana		**1,8**	**1,6**	**1,3**	**20,9**	**15,7**	**9,5**	**17,9**	**15,1**	**8,9**
średnia		**1,7**	**1,5**	**1,3**	**42,1**	**16,4**	**9,2**	**41,0**	**15,8**	**8,6**
B. Handlowy	**64,60**	**1,37**	**1,33**	**1,27**	**15,29**	**13,95**	**10,72**	**14,61**	**13,77**	**10,48**
dyskonto/premia do mediany		*-22,8%*	*-14,2%*	*-4,8%*	*-26,7%*	*-11,1%*	*12,6%*	*-18,3%*	*-8,7%*	*18,3%*
dyskonto/premia do średniej		*-19,4%*	*-13,6%*	*-4,5%*	*-63,7%*	*-15,1%*	*16,7%*	*-64,4%*	*-12,6%*	*22,3%*

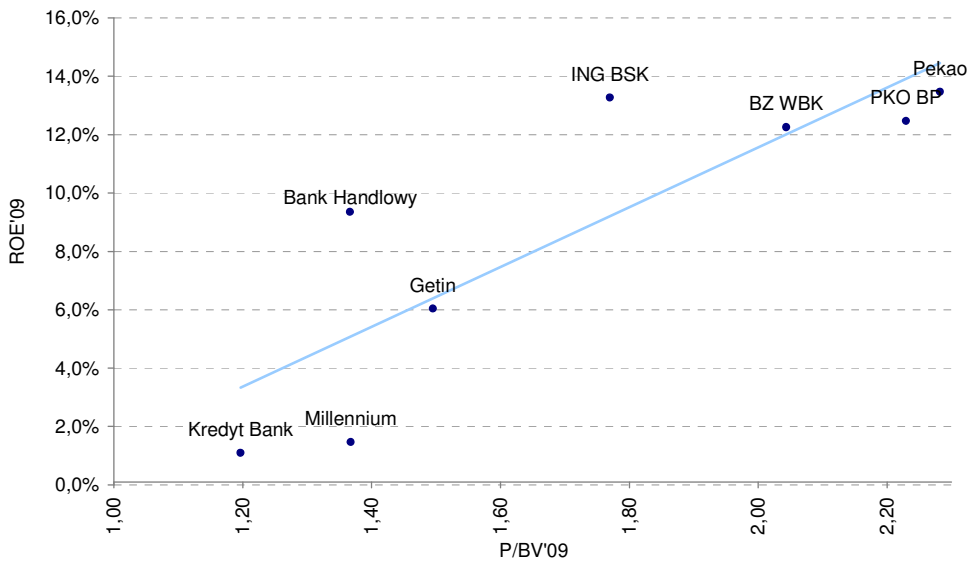
Źródło: DI BRE Banku

ROE vs. P/BV'10



Źródło: DI BRE Banku

ROE vs. P/BV'09



Źródło: DI BRE Banku

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Bank Handlowy

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 204	1 366	1 520	1 559	1 588	1 663
Przychody pozaodsetkowe	1 243	947	908	870	905	943
Wynik z prowizji	737	619	557	593	635	672
Wynik handlowy	506	328	352	277	270	270
Wynik na działalności bankowej	2 447	2 313	2 429	2 429	2 493	2 606
Inne przychody operacyjne netto	66	93	183	71	71	71
Przychody bankowe ogółem	2 513	2 405	2 612	2 500	2 564	2 677
Koszty nieodsetkowe	-1 523	-1 496	-1 403	-1 439	-1 498	-1 549
Koszty osobowe	-704	-697	-671	-686	-727	-756
Amortyzacja	-109	-97	-78	-82	-82	-85
Inne koszty	-709	-702	-655	-671	-689	-708
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	990	910	1 209	1 061	1 066	1 128
Saldo rezerw	53	-153	-501	-294	-69	-75
Udział w zyskach stratach jednostek stowarzyszonych	-9	3	0	0	0	0
Zysk brutto	1 034	759	708	766	997	1 054
Podatek dochodowy	-210	-159	-156	-162	-210	-222
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	824	600	552	605	787	832
Dywidendy wypłacone	621	0	442	484	630	665

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,2%	3,4%	3,8%	4,1%	4,0%	3,9%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,9%	4,2%	4,9%	5,3%	5,1%	4,9%
Spread odsetkowy	3,9%	4,5%	4,6%	5,0%	4,8%	4,6%
Koszty / Przychody	60,6%	62,2%	53,7%	57,6%	58,4%	57,9%
Koszty / Aktywa	4,1%	3,7%	3,5%	3,8%	3,8%	3,7%
Koszty osobowe / Przychody	28,0%	29,0%	25,7%	27,4%	28,4%	28,2%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	5,3%	-16,8%	-41,5%	-27,8%	-6,5%	-6,6%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,5%	-1,2%	-3,7%	-2,2%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	49,5%	39,4%	34,8%	34,8%	35,3%	35,2%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,6%	2,2%	3,0%	2,8%	2,7%	2,7%
ROE	15,0%	10,7%	9,4%	9,7%	12,1%	12,3%
ROA	2,2%	1,5%	1,4%	1,6%	2,0%	2,0%

ROCZNA STOPA WZROSTU

Zysk netto	25%	-27%	-8%	10%	30%	6%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	24%	-8%	33%	-12%	0%	6%
Przychody bankowe ogółem	9%	-4%	9%	-4%	3%	4%
Wynik odsetkowy netto	17%	13%	11%	3%	2%	5%
Przychody pozaodsetkowe	16%	-24%	-4%	-4%	4%	4%
Koszty nieodsetkowe	1%	-2%	-6%	3%	4%	3%

BILANS

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 322	3 531	522	632	989	1 186
Należności od sektora finansowego	8 719	3 696	1 369	2 108	3 297	3 954
Dłużne papiery wartościowe	7 592	12 063	14 221	14 025	14 236	14 798
Kredyty i pożyczki	12 487	13 886	12 929	13 357	14 236	15 577
Akcje, udziały i inne inwestycje	4 092	6 705	6 249	5 785	5 448	5 173
Aktywa trwałe *	1 910	1 891	1 901	1 896	1 936	1 940
Inne aktywa	788	779	726	750	799	874
Razem aktywa	38 908	42 550	37 917	38 553	40 940	43 502
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 085	7 922	7 200	7 157	7 266	7 370
Depozyty	19 811	19 935	18 117	19 220	20 915	22 858
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	6 408	9 067	6 422	5 835	6 115	6 428
Kapitały własne	5 603	5 626	6 178	6 341	6 644	6 846
Kapitał zakładowy	523	523	523	523	523	523
Razem pasywa	38 908	42 550	37 917	38 553	40 940	43 502

** uwzględnia wartość firmy*

Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	11,8%	12,5%	14,1%	17,8%	15,8%	12,4%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,2%	4,5%	5,4%	6,9%	6,2%	5,0%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	83,5%	75,2%	70,5%	64,4%	70,7%	86,3%
Rezerwy/kredyty ogółem	9,9%	9,4%	10,0%	11,4%	11,2%	10,7%
Rezerwy / Aktywa	3,5%	3,3%	3,8%	4,5%	4,4%	4,3%

ANALIZA AKTYWÓW

Kapitały własne /Aktywa	14,4%	13,2%	16,3%	16,4%	16,2%	15,7%
Kredyty / Aktywa	32,1%	32,6%	34,1%	34,6%	34,8%	35,8%
Depozyty / Aktywa	50,9%	46,9%	47,8%	49,9%	51,1%	52,5%
Kredyty / Depozyty	63,0%	69,7%	71,4%	69,5%	68,1%	68,1%
Stopa wzrostu kredytów	22,5%	11,2%	-6,9%	3,3%	6,6%	9,4%
Stopa wzrostu depozytów	4,9%	0,6%	-9,1%	6,1%	8,8%	9,3%
Stopa wzrostu aktywów	8,1%	9,4%	-10,9%	1,7%	6,2%	6,3%

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.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.
Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy 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 Handlowy

Rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2009-03-05	2009-04-02	2009-05-06	2009-05-07	2009-08-24	2009-11-04
kurs z dnia rekomendacji	34,50	35,99	52,80	52,30	64,30	61,30
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	24145,69	29777,06	29887,34	37915,39	37391,24