

7 maja 2009

Aktualizacja raportu


**Banki**

Polska

|                                |                 |
|--------------------------------|-----------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>52,3 PLN</b> |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>40,9 PLN</b> |
| Kapitalizacja                  | 6,8 mld PLN     |
| Free float                     | 1,7 mld PLN     |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 11,52 mln PLN   |

**Struktura akcjonariatu**

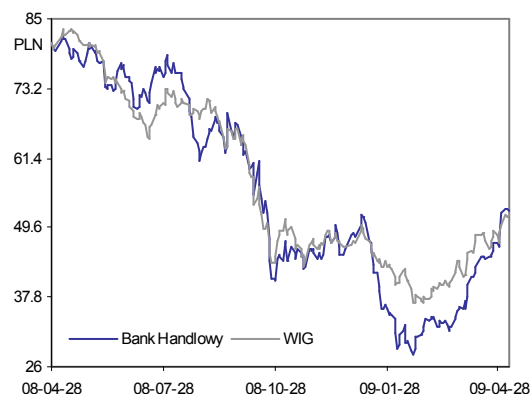
|           |       |
|-----------|-------|
| COIC      | 75,0% |
| Pozostali | 25%   |

**Strategia dotycząca sektora**

Zakładamy negatywny scenariusz dla sektora bankowego w 2009 roku (PKB 0%). Zyski banków spadną o 2/3 w relacji do 2008 roku. Zarządy banków są bardziej optymistyczne w zakresie perspektyw spadku wyniku. Uważamy, że obecne wyceny rynkowe zdyskontowały już negatywny scenariusz: wysoki koszt finansowania (ujemny spread depozytowy na nowej sprzedaży, koszty ryzyka ponad 2%, spadek wyników operacyjnych przed rezerwami o ponad 20% R/R). Aktywa/kapitały dla sektora to 12,7 dla banków giełdowych 10,4 dla krajów strefy Euro 18. Uważamy, że w Polsce nie ma konieczności delewarowania kapitałów. Rynek nie dyskontuje perspektyw wzrostu sektora, którego aktywa stanowią 83% PKB (kraje strefy euro 315%, kraje regionu 137%).

**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 pozycję dla swojego portfela kredytów w zakresie kredytów konsumenckich (kredyty gotówkowe, karty kredytowe). Relacja kredyty/depozyty wynosiła 70% na koniec 2008. Współczynnik wypłacalności na koniec 1Q09 wynosił 11,17% (Tier I).

**Kurs akcji Banku Handlowego na tle WIG**

**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Handlowy Sprzedaj

BAHA.WA; BHW.PW

(Niezmieniona)

## Odliczamy kwartały dekonstrukcji

Bank osiągnął 46,1 mln PLN zysku netto w 1Q09. Zdaniem prezesa apogeum problemów związanych z opcjami mamy już za sobą, a największymi ryzykami dla kolejnych kwartałów są spadające przychody i rezerwy z tytułu strat kredytowych. Podzielamy tę opinię i mimo, że po wyłączeniu rezerw na kontrakty terminowe w wyniku Banku Handlowego zysk brutto w 1Q09 sięgnąłby aż 228 mln PLN (rzeczywisty 67 mln PLN), to w kolejnych kwartałach oczekujemy słabszych powtarzalnych przychodów, przy utrzymujących się wysokich kosztach rezerw. W 1Q09 koszty ryzyka po wyłączeniu rezerw na opcje wyniosły 2,8%, a łącznie aż 4,4%. Spadek wolumenów, obrotów i aktywności klientów obniży przychody, nawet przy utrzymaniu zbliżonych poziomów rentowności produktów. Zalecamy sprzedaż akcji Banku Handlowego. Wyznaczamy naszą nową cenę docelową na poziomie 40,90 PLN/akcję. Jest ona o 11% wyższa w relacji do poprzedniej ze względu na: (i) przesunięcia miesięca wyceny, (ii) nieco niższego kosztu kapitałów własnych, (iii) podwyższenia długoterminowego ROE z 10,5% do 11% na bazie zrewidowanej prognozy wyników (pozytywnym czynnikiem jest tu przede wszystkim wynik odsetkowy).

**Dywidenda nie jest jeszcze przesądzona**

Rada Nadzorcza zarekomendowała pozostawienie całego zysku z 2008 roku w banku. Jednak, zdaniem prezesa, dopóki nie zostanie podjęta uchwała na ZWZA banku, nie można wykluczyć również wypłaty części zysku. Po uwzględnieniu zysku za 2008 rok w kapitałach banku współczynnik wypłacalności sięgnąłby aż 13,2%. Wolumeny 1Q09 pokazują, że bank, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie dąży do wzrostu poziomu aktywnych ważonych ryzykiem. Naszym zdaniem jest w stanie wypłacić dywidendę. Jednak rekomendacja Rady Nadzorczej i postawa KNF są mocnymi argumentami przeciwko. Nie uwzględniamy dywidendy za 2008 rok w naszych prognozach. Jeśli jednak bank wypłaci połowę zysków za 2008 rok, to DPS'08 sięgnie 2,3 PLN, stopa dywidendy brutto wyniesie 4,4%. Nawet dodając strumień ewentualnej DPS'08 do naszej ceny docelowej nasza rekomendacja pozostałaby negatywna. ZWZA zaplanowana na 18 czerwca br.

**Koszty ryzyka - Handlowy będzie dotknięty**

Bank Handlowy konsumuje cały zysk operacyjny przed rezerwami prognozowany przez nas na 2009 rok przy kosztach ryzyka 6,6% (największy wskaźnik w sektorze). Jednak struktura jego portfela (59% kredyty dla korporacji, 39% kredyty konsumpcyjne) wskazuje na wyższe niż średnia dla sektora koszty ryzyka (2,2%). Oczekujemy, że bank utworzy 483 mln PLN rezerw w 2009 roku (3,6% portfela), jednak 57 mln PLN z tej sumy to odpisy na nieregulowane zobowiązania klientów z tytułu opcji odnotowane w 1Q09. Koszty ryzyka na portfelu kredytowym sięgną 3,2% - założenia niezmienione w relacji do poprzedniej prognozy.

| (w mln PLN)      | 2007  | 2008  | 2009P | 2010P | 2011P |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wynik odsetkowy  | 1 204 | 1 366 | 1 467 | 1 450 | 1 546 |
| Marża odsetkowa  | 3,2%  | 3,4%  | 3,4%  | 3,3%  | 3,4%  |
| WNDB             | 2 447 | 2 313 | 2 290 | 2 324 | 2 440 |
| Zysk operacyjny* | 990   | 910   | 895   | 883   | 921   |
| Zysk brutto      | 1 034 | 759   | 411   | 539   | 848   |
| Zysk netto       | 824   | 600   | 327   | 428   | 674   |
| ROE              | 15,0% | 10,7% | 5,6%  | 7,0%  | 10,5% |
| P/E              | 8,3   | 11,4  | 20,9  | 16,0  | 10,1  |
| P/BV             | 1,2   | 1,2   | 1,1   | 1,1   | 1,0   |
| D/PS**           | 4,75  | 0,00  | 1,25  | 1,80  | 3,09  |
| Stopa dywidendy  | 9,1%  | 0,0%  | 2,4%  | 3,4%  | 5,9%  |

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

## Wyniki 1Q09

- Prezes banku zapowiedział plan sprzedaży portfela starych kredytów nieregularnych. Transakcja ma zostać sfinalizowana w ciągu najbliższych dwóch kwartałów. Nie wiemy jaka skala portfela mogłaby zostać objęta sprzedażą. Uważamy jednak, że bank nie odnotuje z tego tytułu istotnych przychodów ze względu na: (i) bieżące otoczenie makroekonomiczne, (ii) to, że w skład sprzedawanego portfela mają wejść te należności, co do których bank nie widzi szans na restrukturyzację lub windykację w ramach własnych operacji. Bank Handlowy jako jeden z niewielu do tej pory nie dokonywał sprzedaży portfela należności nieregularnych. Pozwoli to obniżyć poziom wskaźnika NPL/Kredyty brutto, jednak nie zmieni naszych oczekiwań w zakresie przyrostu należności nieregularnych w tym roku i skali odpisów na rezerwy.
- Bank nie planuje na obecną chwilę kolejnych zwolnień grupowych. Bank jako pierwszy podjął się programu zwolnień grupowych (1Q08), kończąc go z końcem 2008 roku. Efekty podjętych działań będą widoczne w tym roku. Zakładamy, że w tym roku działania będą skierowane raczej w kierunku zamrożenia etatów, pensji i rewizji programów premialnych. Jeśli sytuacja w sektorze będzie ulegała dalszemu pogorszeniu w 2010 roku (nie oczekujemy tego), możliwe będą kolejne działania w przyszłym roku.
- Zdaniem prezesa Banku Handlowego apogeum rezerw z tytułu kontraktów terminowych klientów mamy już za sobą. W 1Q09 bank utworzył w sumie ponad 161 mln PLN rezerw z tego tytułu (104,7 mln PLN odniesione w wynik handlowy – zwiększone ryzyko kontrahenta z tytułu niezapadłych instrumentów i 56,8 mln PLN odniesione w koszty rezerw – zapadłe, nierozliczone instrumenty).

Wynik netto na poziomie 46 mln PLN był lekko poniżej naszych oczekiwań (52 mln PLN). Mocniej in minus różnił się w relacji do konsensusu rynkowego (*PAP*), który zakładał zysk na poziomie 56 mln PLN. Głównym czynnikiem obniżającym wynik były bardzo wysokie rezerwy (aż 152 mln PLN, 4,4% (!) portfela kredytów netto), z których wyliczyć jednak należy 56,8 mln PLN rezerw w poczet opcji walutowych (uwzględnionych w naszej prognozie jako odpis w wyniku handlowym). Po wyłączeniu z salda rezerw strat na opcjach, koszty ryzyka sięgnęłyby 96 mln PLN (2,8% portfela kredytów netto), co nadal stanowi bardzo wysoki poziom. Po wyłączeniu łącznych odpisów na opcje (razem odpisy w wyniku handlowym i w rezerwach sięgnęły 161,5 mln PLN), wynik brutto znalazłby się na poziomie 228 mln PLN. In plus wyróżnił się wynik odsetkowy, który zwiększył się w relacji do 4Q08. Bank utrzymał marżę na wysokim poziomie, jednak kosztem utraty udziałów w rynku depozytów. Wyższe koszty odsetek związanych z ofertą dla najlepszych klientów (m.in. po to, aby ich utrzymać), zostały zneutralizowane rosnącymi marżami kredytowymi. Wynik oceniamy jako gorszy od oczekiwań, z dużym ryzykiem na przyszłość związanym z pogarszającą się jakością kredytów.

### Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

| (mln PLN)         | 1Q09P | różnica | 1Q09 | zmiana | 1Q08 | 2009P  | 1Q09/2009P |
|-------------------|-------|---------|------|--------|------|--------|------------|
| Wynik odsetkowy   | 382   | 2,3%    | 390  | 21,2%  | 322  | 1 467  | 26,6%      |
| Wynik prowizyjny  | 130   | -4,1%   | 125  | -24,8% | 166  | 528    | 23,6%      |
| NIM               | 3,6%  |         | 3,6% |        | 3,4% | 3,4%   |            |
| WNDB              | 463   | 24,3%   | 576  | -9,8%  | 639  | 2 290  | 25,2%      |
| Koszty ogółem     | -363  | 2,9%    | -374 | -9,0%  | -411 | -1 463 | 25,5%      |
| Wynik operacyjny* | 133   | 65,7%   | 221  | -10,5% | 246  | 895    | 24,6%      |
| Saldo rezerw      | -69   | 119,6%  | -152 | 653,8% | -20  | -483   | 31,6%      |
| Zysk brutto       | 64    | 4,9%    | 67   | -70,6% | 227  | 411    | 16,2%      |
| Zysk netto        | 52    | -10,5%  | 46   | -74,4% | 180  | 327    | 14,1%      |

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

Wynik odsetkowy wyniósł 390 mln PLN i był o 8 mln PLN wyższy od naszej prognozy. Bank zdołał poszerzyć marżę kredytową na tyle, aby pokryć rosnący koszt finansowania. Jednak rosnący koszt finansowania związany jest przede wszystkim z bardzo selektywnym podejściem do skłonności banku do oferowania agresywnych cen depozytów. Przez to bank traci udziały w rynku wolumenów.

Wynik prowizyjny był o 5 mln PLN poniżej naszej prognozy. Wpływ na to miał przede wszystkim niższy niż prognozowany przez nas wynik z tytułu kart płatniczych i kredytowych i inne pomniejsze różnice, dotyczące przede wszystkim bankowości transakcyjnej. Jest to efekt



spadku poziomu obrotów, co powinno być widoczne również w wynikach kolejnych kwartałów i związane będzie ze spadkiem aktywności zarówno przedsiębiorstw (np. obroty w handlu zagranicznym) jak i klientów (konsumpcja).

Wynik handlowy został negatywnie zainfekowany przez kolejne odpisy na opcje (104,7 mln PLN). Po wyłączeniu tego czynnika sięgnąłby 166 mln PLN. Oczekujemy słabości tej linii wyników w kolejnych kwartałach ze względu na spadek aktywności klientów i spadku przychodów z transakcji walutowych. Ostrożne podjęcie jest również poparte zmiennością warunków na rynkach finansowych.

Wynik na działalności bankowej był o 113 mln PLN wyższy od naszych oczekiwań. Przyczyną była znacznie niższa od naszych oczekiwań rezerwa z tytułu „zwiększonego ryzyka kontrahenta” obniżająca wynik handlowy banku. Bank zawiązał 104,7 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy aż 210 mln PLN (podejście konserwatywne). Przy wyłączeniu wpływu odpisów na kontrakty terminowe z klientami nasza prognoza wyniku na działalności bankowej wyniosłaby 673 mln PLN, a bank osiągnąłby go na poziomie 681 mln PLN (zgodnie z naszymi oczekiwaniami).

Wydatki okazały się nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań, jednak biorąc pod uwagę oszczędności jakie bank osiągnął na przestrzeni roku (koszty ogółem w 1Q09 -9% R/R), oceniamy je pozytywnie. Można było oczekiwać wzrostu wydatków w relacji do ostatniego kwartału ub.r. ze względu na rozwiązanie istotnych rezerw na premie pracownicze i rezerwy restrukturyzacyjne.

Mocno in minus zapisało się saldo rezerw, gdzie koszty ryzyka sięgnęły aż 152 mln PLN, czyli 4,4% (!) portfela kredytów netto w 1Q09. 56,8 mln PLN z tej sumy dotyczyły opcji walutowych. W sumie bank odpisał zatem 161,5 mln PLN i ta skala odpisów jest bliższa naszemu konserwatywnemu podejściu i założeniu odpisów na poziomie 210 mln PLN. Po wyłączeniu odpisów związanych z opcjami saldo rezerw wynosiło -96 mln PLN i stanowiło 2,8% kredytów ogółem co ciągle jest bardzo wysokim poziomem. Bank ekspozycyjny jest na dwa obszary, które będą źródłem największych kosztów ryzyka w relacji do budowanych portfeli: korporacji oraz kredytów konsumenckich. Rezerwy z tytułu kredytów korporacyjnych wynikały z pogorszenia się sytuacji klientów, wywołanych m.in. problemami ze spłatą kredytów związanymi ze zobowiązaniami opcyjnymi. Bank w ramach rezerw tworzył zatem rezerwy na zapadłe nierozliczone zobowiązania z tytułu opcji, oraz na zagrożone kredyty. Znacznemu pogorszeniu uległa jakość należności w banku. Wskaźnik NPL/kredyty brutto wzrósł do poziomu 15,5% (!) z poziomu 12,4% kwartał wcześniej. W ciągu kwartału należności nieregularne zwiększyły się o 526 mln PLN.

Bank nie konkurował agresywnie w obszarze pozyskiwania depozytów, m.in. dzięki temu zachował marżę odsetkową netto i zdołał zwiększyć wynik odsetkowy w dwóch kolejnych kwartałach, gdzie inne banki odczuwały już bardzo silną presję na tą linię przychodów. Jednak odbyło się to kosztem spadku portfela depozytów. Bank traci udziały przede wszystkim w obszarze depozytów detalicznych, jednak erozja widoczna jest również w obszarze depozytów korporacyjnych.

### Depozyty

| (mln PLN)         | 2Q08         | 3Q08         | 4Q08         | 1Q09         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| przedsiębiorstwa  | 13535        | 12971        | 13336        | 12992        |
| gospodarstwa      | 7004         | 6850         | 6599         | 5977         |
| <b>RAZEM</b>      | <b>20539</b> | <b>19821</b> | <b>19935</b> | <b>18969</b> |
| <b>Zmiana Q/Q</b> |              |              |              |              |
| przedsiębiorstwa  |              | -2,9%        | 2,8%         | -2,6%        |
| gospodarstwa      |              | 4,2%         | -3,4%        | -9,4%        |
| <b>RAZEM</b>      |              | <b>-0,3%</b> | <b>0,7%</b>  | <b>-4,8%</b> |

Źródło: DI BRE Banku, Bank Handlowy

Defensywna postawa w walce o depozyty klientów wynika nie tylko z bardzo płynnego bilansu (kredyty/depozyty na poziomie 73%), ale również z widocznego już w wolumenach banku ograniczenia podaży kredytów. Kredyty dla gospodarstw domowych spadły o 3% Q/Q, a portfel kredytów przedsiębiorstw wzrósł o 2,3%. Jest to jednak efekt rewaluacji części kredytów udzielonych w obcych walutach. Po wyłączeniu wpływu osłabienia złotówki w kwartale, kredyty dla przedsiębiorstw również odnotowałyby kwartałny spadek oraz spadku z poziomów obserwowanych we wcześniejszych kwartałach 2008 roku.



### Kredyty

| (mln PLN)         | 2Q08         | 3Q08         | 4Q08         | 1Q09         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przedsiębiorstwa  | 8940         | 8677         | 8253         | 8444         |
| Gospodarstwa      | 5179         | 5397         | 5633         | 5445         |
| <b>RAZEM</b>      | <b>14119</b> | <b>14074</b> | <b>13886</b> | <b>13889</b> |
| <b>Zmiana Q/Q</b> |              |              |              |              |
| Przedsiębiorstwa  |              | -2,9%        | -4,9%        | 2,3%         |
| Gospodarstwa      |              | 4,2%         | 4,4%         | -3,3%        |
| <b>RAZEM</b>      |              | <b>-0,3%</b> | <b>-1,3%</b> | <b>0,0%</b>  |

Źródło: DI BRE Banku, Bank Handlowy

### Zestawienie wyników kwartalnych

| (mln PLN)                            | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | 1Q09  | Q/Q     | R/R    |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|
| Kredyty netto                        | 13278 | 14120 | 14074 | 13886 | 13889 | 0,0%    | 4,6%   |
| Depozyty                             | 21351 | 20539 | 19821 | 19935 | 18969 | -4,8%   | -11,2% |
| Suma bilansowa                       | 37394 | 38294 | 37069 | 42550 | 45273 | 6,4%    | 21,1%  |
| Wynik odsetkowy                      | 322   | 325   | 335   | 384   | 390   | 1,7%    | 21,2%  |
| Wynik prowizyjny                     | 166   | 164   | 150   | 139   | 125   | -10,4%  | -24,8% |
| Wynik handlowy                       | 151   | 98    | 165   | -85   | 61    | -171,4% | -59,6% |
| WNDB                                 | 639   | 586   | 650   | 438   | 576   | 31,6%   | -9,8%  |
| Pozostałe przychody operacyjne netto | 18    | 25    | 13    | 37    | 18    | -51,1%  | 1,0%   |
| Przychody bankowe                    | 657   | 611   | 662   | 475   | 594   | 25,1%   | -9,5%  |
| Koszty ogółem                        | -411  | -382  | -367  | -336  | -374  | 11,1%   | -9,0%  |
| Wynik operacyjny przed rezerwami     | 246   | 230   | 295   | 139   | 221   | 59,1%   | -10,5% |
| Saldo rezerw                         | -20   | -16   | -23   | -94   | -152  | 61,7%   | 653,8% |
| Wynik operacyjny                     | 226   | 214   | 273   | 44    | 68    | 53,5%   | -69,9% |
| Zysk brutto                          | 227   | 214   | 273   | 45    | 67    | 47,0%   | -70,6% |
| Podatek dochodowy                    | -47   | -44   | -57   | -11   | -21   | 91,5%   | -56,2% |
| Zysk netto                           | 180   | 170   | 216   | 35    | 46    | 33,2%   | -74,4% |

Źródło: DI BRE Banku, Bank Handlowy



## Wycena

Nie zmienialiśmy metody wyceny w relacji do poprzedniego raportu analitycznego na temat Banku Handlowego (5 marca 2009). 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 2017 roku. ROE długoterminowe to ROE osiągane przez bank w ostatnim roku prognozy (2017).

### Dywidendy

Zgodnie z obecną rekomendacją Rady Nadzorczej banku zakładamy, że cały ubiegłoroczny zysk zostanie przeznaczony na poczet kapitałów własnych w banku. Nie zmieniliśmy założeń w zakresie wypłaty dywidendy w kolejnych latach. Zakładamy, że bank wypłaci połowę zysków za 2009 rok w formie dywidendy. Zakładamy rosnący poziom stopy wypłaty w kolejnych latach, aż do stałego poziomu 65% w 2017 roku.

Naszym zdaniem bank jest w stanie wypłacić dywidendę z zysków za 2008 rok, biorąc pod uwagę obecny poziom kapitałów w banku oraz naszą prognozę zysków na kolejne lata. W przypadku gdyby ZWZA (zaplanowane na 18 czerwca br.) zdecydowało się wypłacić połowę ubiegłorocznych zysków, DPS'08 sięgnęłaby 2,3 PLN.

### 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 1,2. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu analitycznego.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 6 maja 2009 na poziomie 6,254%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 12,25%.

W poprzednim raporcie analitycznym na temat Banku Handlowego stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,3%.

### Zmiana poziomu wyceny

Podwyższyliśmy wycenę metodą dochodową o 11% w relacji do poprzedniej wyceny. Wpływ na to miało kilka czynników:

- Wyższe długoterminowe ROE (11%, poprzednio 10,5%) ze względu na rewizję prognozowanych przychodów w banku w kolejnych latach. Rewizja przychodów opiera się przede wszystkim na lepszych perspektywach generowania wyniku odsetkowego przez bank oraz nieco mniej konserwatywnych założeń w zakresie wyniku handlowego.
- Spadek stopy wolnej od ryzyka z 6,3% do 6,254%.
- Przesunięcie miesiąca wyceny z marca na maj.



## Podsumowanie wyceny metodą dochodową

| (PLN/akcję)                         | 2008   | 2009P  | 2010P  | 2011P  | 2012P  | 2013P  | 2014P  | 2015P  | 2016P  | 2017P  | +      |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka               | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  | 6,25%  |
| Premia za ryzyko                    | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     |
| Beta                                | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    | 1,2    |
| Koszt kapitału                      | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% | 12,25% |
| EPS                                 | 4,60   | 2,50   | 3,28   | 5,15   | 5,81   | 6,35   | 6,75   | 6,97   | 7,05   | 7,14   |        |
| EPS zmiana R/R (%)                  | -27,2% | -45,6% | 31,0%  | 57,3%  | 12,7%  | 9,4%   | 6,3%   | 3,1%   | 1,1%   | 1,4%   |        |
| BVPS                                | 43,1   | 45,6   | 47,6   | 50,9   | 53,7   | 56,2   | 58,9   | 61,4   | 63,9   | 66,5   |        |
| BVPS zmiana R/R (%)                 | 0,4%   | 5,8%   | 4,4%   | 7,0%   | 5,3%   | 4,8%   | 4,7%   | 4,4%   | 4,1%   | 4,0%   |        |
| ROE                                 | 10,7%  | 5,6%   | 7,0%   | 10,5%  | 11,1%  | 11,6%  | 11,7%  | 11,6%  | 11,2%  | 11,0%  |        |
| Długoterminowe ROE                  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 11,0%  |
| Stopa wzrostu                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 4,0%   |
| Implikowany P/BV                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 0,84   |
| Wartość kapitału, koniec 2017       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 56,0   |
| Wartość kapitału, koniec 2016       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 49,9   |
| Wartość kapitału, koniec 2015       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 44,4   |
| Wartość kapitału, koniec 2014       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 39,6   |
| Wartość kapitału, koniec 2013       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 35,3   |
| Wartość kapitału, koniec 2012       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 31,4   |
| Wartość kapitału, koniec 2011       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 28,0   |
| Wartość kapitału, koniec 2010       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 24,9   |
| Wartość kapitału, koniec 2009       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 22,2   |
| Wartość kapitału, koniec 2008       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 19,8   |
| DPS                                 | 0,00   | 1,25   | 1,80   | 3,09   | 3,78   | 4,13   | 4,39   | 4,53   | 4,58   | 4,53   |        |
| DPS/EPS                             | 0,0%   | 50,0%  | 55,0%  | 60,0%  | 65,0%  | 65,0%  | 65,0%  | 65,0%  | 65,0%  | 63,5%  |        |
| Zdyskontowane DPS                   | 0,00   | 1,04   | 1,34   | 2,04   | 2,22   | 2,17   | 2,05   | 1,88   | 1,70   | 1,50   |        |
| Zdyskontowane DPS razem             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 15,94  |
| Wartość godziwa na koniec maja 2009 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 37,5   |
| 9MTP                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 40,9   |
| obecna cena                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 52,3   |
| potencjał zmiany                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | -22%   |

Źródło: DI BRE Banku

\* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 6 maja 2009





## Podsumowanie wskaźników banków

|                             | P/BV       |            |            |            | P/E         |              |             |             | PBV/ROE     |              |             |             |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
|                             | 2008       | 2009P      | 2010P      | 2011P      | 2008        | 2009P        | 2010P       | 2011P       | 2008        | 2009P        | 2010P       | 2011P       |
| <b>BZ WBK</b>               | <b>1,4</b> | <b>1,4</b> | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>8,1</b>  | <b>42,4</b>  | <b>18,3</b> | <b>7,9</b>  | <b>7,6</b>  | <b>41,8</b>  | <b>17,7</b> | <b>7,4</b>  |
| dyskonto/premia do miedany  | 15,8%      | 18,6%      | 15,3%      | 7,7%       | -4,8%       | 0,0%         | 0,0%        | 0,0%        | -3,1%       | 0,0%         | 0,0%        | 0,0%        |
| dyskonto/premia do średniej | 9,0%       | 10,8%      | 10,9%      | 8,8%       | 0,4%        | -64,0%       | -11,5%      | 0,5%        | -1,3%       | -64,4%       | -12,3%      | -0,5%       |
| <b>B. Handlowy</b>          | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>11,4</b> | <b>20,9</b>  | <b>16,0</b> | <b>10,1</b> | <b>11,4</b> | <b>20,3</b>  | <b>15,6</b> | <b>9,8</b>  |
| dyskonto/premia do miedany  | 0,0%       | 0,0%       | 0,0%       | 0,0%       | 33,0%       | -50,7%       | -12,9%      | 28,1%       | 44,0%       | -51,3%       | -11,7%      | 32,3%       |
| dyskonto/premia do średniej | -5,9%      | -6,6%      | -3,9%      | 1,0%       | 40,3%       | -82,2%       | -22,9%      | 28,7%       | 46,8%       | -82,6%       | -22,5%      | 31,6%       |
| <b>ING BSK</b>              | <b>0,9</b> | <b>0,9</b> | <b>0,8</b> | <b>0,7</b> | <b>8,7</b>  | <b>46,9</b>  | <b>9,7</b>  | <b>6,3</b>  | <b>8,4</b>  | <b>46,5</b>  | <b>9,3</b>  | <b>5,9</b>  |
| dyskonto/premia do miedany  | -24,0%     | -21,2%     | -24,7%     | -28,7%     | 2,2%        | 10,6%        | -46,9%      | -20,6%      | 5,9%        | 11,3%        | -47,4%      | -20,1%      |
| dyskonto/premia do średniej | -28,5%     | -26,3%     | -27,6%     | -28,0%     | 7,8%        | -60,2%       | -53,0%      | -20,2%      | 7,9%        | -60,4%       | -53,8%      | -20,5%      |
| <b>Kredyt Bank</b>          | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>5,2</b>  | <b>158,5</b> | <b>34,1</b> | <b>5,0</b>  | <b>4,8</b>  | <b>158,2</b> | <b>33,8</b> | <b>4,7</b>  |
| dyskonto/premia do miedany  | -47,9%     | -45,1%     | -43,7%     | -46,4%     | -39,8%      | 273,6%       | 86,2%       | -36,9%      | -39,3%      | 278,9%       | 91,1%       | -36,3%      |
| dyskonto/premia do średniej | -51,0%     | -48,7%     | -45,9%     | -45,9%     | -36,5%      | 34,6%        | 64,8%       | -36,6%      | -38,1%      | 35,0%        | 67,7%       | -36,7%      |
| <b>Millennium</b>           | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>0,8</b> | <b>0,7</b> | <b>5,6</b>  | <b>505,6</b> | <b>29,9</b> | <b>6,3</b>  | <b>5,3</b>  | <b>505,2</b> | <b>29,5</b> | <b>6,0</b>  |
| dyskonto/premia do miedany  | -32,2%     | -28,4%     | -27,2%     | -30,8%     | -34,5%      | 1091,5%      | 63,4%       | -19,9%      | -32,6%      | 1109,9%      | 67,0%       | -19,3%      |
| dyskonto/premia do średniej | -36,2%     | -33,1%     | -30,0%     | -30,1%     | -30,9%      | 329,2%       | 44,6%       | -19,5%      | -31,4%      | 331,1%       | 46,5%       | -19,7%      |
| <b>Pekao</b>                | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>1,7</b> | <b>1,5</b> | <b>9,2</b>  | <b>23,7</b>  | <b>16,8</b> | <b>10,7</b> | <b>8,8</b>  | <b>22,8</b>  | <b>15,9</b> | <b>10,2</b> |
| dyskonto/premia do miedany  | 67,6%      | 63,5%      | 53,6%      | 48,5%      | 7,6%        | -44,1%       | -8,5%       | 35,1%       | 12,0%       | -45,4%       | -10,0%      | 37,3%       |
| dyskonto/premia do średniej | 57,8%      | 52,7%      | 47,7%      | 50,0%      | 13,5%       | -79,9%       | -19,0%      | 35,8%       | 14,2%       | -80,6%       | -21,0%      | 36,5%       |
| <b>PKO BP</b>               | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>1,7</b> | <b>1,5</b> | <b>8,6</b>  | <b>26,5</b>  | <b>20,1</b> | <b>8,8</b>  | <b>7,9</b>  | <b>25,5</b>  | <b>19,3</b> | <b>8,2</b>  |
| dyskonto/premia do miedany  | 64,5%      | 61,8%      | 54,7%      | 42,8%      | 0,0%        | -37,7%       | 9,6%        | 10,6%       | 0,0%        | -38,9%       | 8,8%        | 9,9%        |
| dyskonto/premia do średniej | 54,8%      | 51,2%      | 48,8%      | 44,2%      | 5,4%        | -77,5%       | -3,0%       | 11,2%       | 1,9%        | -78,2%       | -4,6%       | 9,4%        |
| <b>mediana</b>              | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>8,6</b>  | <b>42,4</b>  | <b>18,3</b> | <b>7,9</b>  | <b>7,9</b>  | <b>41,8</b>  | <b>17,7</b> | <b>7,4</b>  |
| <b>średnia</b>              | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>8,1</b>  | <b>117,8</b> | <b>20,7</b> | <b>7,9</b>  | <b>7,7</b>  | <b>117,2</b> | <b>20,2</b> | <b>7,5</b>  |

Źródło: DI BRE Banku



## RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

| (mln PLN)                                 | 2007   | 2008   | 2009P  | 2010P  | 2011P  | 2012P  |
|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody odsetkowe netto                 | 1 204  | 1 366  | 1 467  | 1 450  | 1 546  | 1 673  |
| Przychody pozaodsetkowe                   | 1 243  | 947    | 822    | 875    | 894    | 943    |
| Wynik z prowizji                          | 737    | 619    | 528    | 556    | 589    | 626    |
| Wynik handlowy                            | 506    | 328    | 294    | 319    | 305    | 318    |
| Wynik na działalności bankowej            | 2 447  | 2 313  | 2 290  | 2 324  | 2 440  | 2 616  |
| Inne przychody operacyjne netto           | 66     | 93     | 68     | 68     | 68     | 68     |
| Przychody bankowe ogółem                  | 2 513  | 2 405  | 2 358  | 2 392  | 2 507  | 2 684  |
| Koszty nieodsetkowe                       | -1 523 | -1 496 | -1 463 | -1 509 | -1 587 | -1 648 |
| Koszty osobowe                            | -704   | -697   | -692   | -707   | -750   | -780   |
| Amortyzacja                               | -109   | -97    | -87    | -88    | -94    | -95    |
| Inne koszty                               | -709   | -702   | -684   | -714   | -743   | -773   |
| Zysk operacyjny przed kosztami rezerw     | 990    | 910    | 895    | 883    | 921    | 1 036  |
| Saldo rezerw                              | 53     | -153   | -483   | -344   | -72    | -80    |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych | -9     | 3      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Zysk brutto                               | 1 034  | 759    | 411    | 539    | 848    | 956    |
| Podatek dochodowy                         | -210   | -159   | -85    | -111   | -175   | -197   |
| Zyski udziałowców mniejszościowych        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Zysk netto                                | 824    | 600    | 327    | 428    | 674    | 759    |
| Dywidendy wypłacone                       | 621    | 0      | 163    | 235    | 404    | 493    |

## WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

|                                          |       |        |        |        |       |       |
|------------------------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)    | 3,2%  | 3,4%   | 3,4%   | 3,3%   | 3,4%  | 3,4%  |
| Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące) | 3,9%  | 4,2%   | 4,5%   | 4,4%   | 4,4%  | 4,4%  |
| Spread odsetkowy                         | 3,9%  | 4,5%   | 4,2%   | 4,2%   | 4,2%  | 4,2%  |
| Koszty / Przychody                       | 60,6% | 62,2%  | 62,1%  | 63,1%  | 63,3% | 61,4% |
| Koszty / Aktywa                          | 4,1%  | 3,7%   | 3,4%   | 3,5%   | 3,4%  | 3,3%  |
| Koszty osobowe / Przychody               | 28,0% | 29,0%  | 29,4%  | 29,6%  | 29,9% | 29,0% |
| Saldo rezerw / Zysk operacyjny           | 5,3%  | -16,8% | -54,0% | -38,9% | -7,9% | -7,7% |
| Saldo rezerw / Kredyty ogółem            | 0,5%  | -1,2%  | -3,6%  | -2,5%  | -0,5% | -0,5% |
| Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem      | 49,5% | 39,4%  | 34,9%  | 36,6%  | 35,7% | 35,2% |
| Zysk operacyjny / Aktywa                 | 2,6%  | 2,2%   | 2,1%   | 2,0%   | 2,0%  | 2,1%  |
| ROE                                      | 15,0% | 10,7%  | 5,6%   | 7,0%   | 10,5% | 11,1% |
| ROA                                      | 2,2%  | 1,5%   | 0,8%   | 1,0%   | 1,5%  | 1,5%  |

## ROCZNA STOPA WZROSTU

|                                       |     |      |      |     |     |     |
|---------------------------------------|-----|------|------|-----|-----|-----|
| Zysk netto                            | 25% | -27% | -46% | 31% | 57% | 13% |
| Zysk operacyjny przed kosztami rezerw | 24% | -8%  | -2%  | -1% | 4%  | 13% |
| Przychody bankowe ogółem              | 9%  | -4%  | -2%  | 1%  | 5%  | 7%  |
| Wynik odsetkowy netto                 | 17% | 13%  | 7%   | -1% | 7%  | 8%  |
| Przychody pozaodsetkowe               | 16% | -24% | -13% | 6%  | 2%  | 6%  |
| Koszty nieodsetkowe                   | 1%  | -2%  | -2%  | 3%  | 5%  | 4%  |





## BILANS

| (mln PLN)                              | 2007   | 2008   | 2009P  | 2010P  | 2011P  | 2012P  |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Kasa i operacje z bankiem centralnym   | 3 322  | 3 531  | 1 313  | 1 197  | 998    | 1 105  |
| Należności od sektora finansowego      | 8 719  | 3 696  | 3 448  | 3 990  | 4 992  | 5 525  |
| Dłużne papiery wartościowe             | 7 592  | 12 063 | 14 482 | 14 492 | 15 184 | 15 867 |
| Kredyty i pożyczki                     | 12 487 | 13 886 | 13 165 | 13 802 | 15 184 | 16 702 |
| Akcje, udziały i inne inwestycje       | 4 092  | 6 705  | 7 996  | 8 102  | 8 599  | 9 116  |
| Aktywa trwałe *                        | 1 910  | 1 891  | 1 912  | 1 915  | 1 979  | 1 983  |
| Inne aktywa                            | 788    | 779    | 739    | 775    | 852    | 938    |
| Razem aktywa                           | 38 908 | 42 550 | 43 054 | 44 274 | 47 788 | 51 235 |
| Zobowiązania wobec sektora finansowego | 7 085  | 7 922  | 8 763  | 8 777  | 9 250  | 9 679  |
| Depozyty                               | 19 811 | 19 935 | 19 474 | 20 411 | 22 561 | 24 817 |
| Wyemitowane papiery wartościowe        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Otrzymane pożyczki podporządkowane     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Inne zobowiązania                      | 6 408  | 9 067  | 8 864  | 8 869  | 9 322  | 9 729  |
| Kapitały własne                        | 5 603  | 5 626  | 5 952  | 6 217  | 6 655  | 7 010  |
| Kapitał zakładowy                      | 523    | 523    | 523    | 523    | 523    | 523    |
| Razem pasywa                           | 38 908 | 42 550 | 43 054 | 44 274 | 47 788 | 51 235 |

\* uwzględnia wartość firmy

|                                            |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem | 11,8% | 12,4% | 19,4% | 24,2% | 21,1% | 16,5% |
| Kredyty nieregularne / Aktywa              | 4,2%  | 4,5%  | 6,8%  | 8,8%  | 7,7%  | 6,1%  |
| Rezerwy / Kredyty nieregularne             | 83,5% | 75,2% | 63,4% | 56,6% | 61,7% | 74,8% |
| Rezerwy/kredyty ogółem                     | 9,9%  | 9,3%  | 12,3% | 13,7% | 13,0% | 12,3% |
| Rezerwy / Aktywa                           | 3,5%  | 3,3%  | 4,3%  | 5,0%  | 4,7%  | 4,6%  |

## ANALIZA AKTYWÓW

|                          |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kapitały własne / Aktywa | 14,4% | 13,2% | 13,8% | 14,0% | 13,9% | 13,7% |
| Kredyty / Aktywa         | 32,1% | 32,6% | 30,6% | 31,2% | 31,8% | 32,6% |
| Depozyty / Aktywa        | 50,9% | 46,9% | 45,2% | 46,1% | 47,2% | 48,4% |
| Kredyty / Depozyty       | 63,0% | 69,7% | 67,6% | 67,6% | 67,3% | 67,3% |
| Stopa wzrostu kredytów   | 22,5% | 11,2% | -5,2% | 4,8%  | 10,0% | 10,0% |
| Stopa wzrostu depozytów  | 4,9%  | 0,6%  | -2,3% | 4,8%  | 10,5% | 10,0% |
| Stopa wzrostu aktywów    | 8,1%  | 9,4%  | 1,2%  | 2,8%  | 7,9%  | 7,2%  |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 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 Handlowy

| Rekomendacja             | Kupuj      | Zawieszona | Akumuluj   | Kupuj      | Akumuluj   | Trzymaj    | Sprzedaj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2008-11-07 | 2009-01-06 | 2009-01-12 | 2009-02-03 | 2009-03-05 | 2009-04-02 | 2009-05-06 |
| kurs z dnia rekomendacji | 43,90      | 50,00      | 50,50      | 34,00      | 34,50      | 35,99      | 52,80      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 27976,81   | 28331,88   | 27680,04   | 23908,36   | 22719,61   | 24145,69   | 29777,06   |