

11 lutego 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	6,84 PLN
Cena docelowa	7,72 PLN
Kapitalizacja	1,9 mld PLN
Free float	0,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,83 mln PLN

Struktura akcjonariatu

KBC	80,00%
Sofina SA	5,53%
KBC Securities	2,54%
Pioneer Pekao IM SA	5,03%
Pozostali	6,90%

Profil spółki

Kredyt Bank jest 9 pod względem aktywów bankiem notowanym na GPW. Obecna strategia banku podkreśla nastawienie na klienta detalicznego oraz rozwój na rynku polskim bankassurance. Po stratach odnotowanych w latach 2002 – 2003, bank przeszedł proces głębokiej restrukturyzacji wewnętrznej, obecnie koncentruje się na promocji swojego wizerunku i nowych produktów, aby zwiększyć obecnie posiadany 4% – 5% udział rynku do 10%.

Kredyt Bank Akumuluj

BKRE.WA; KRB.PW

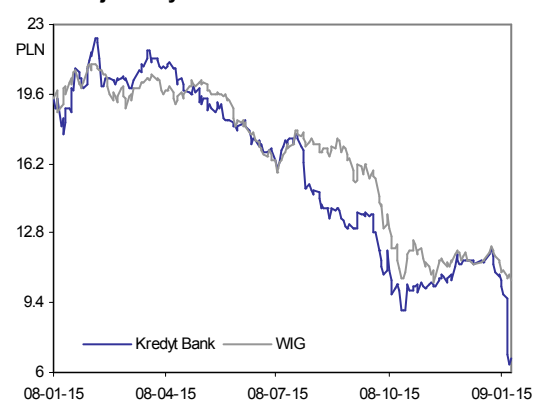
(Podwyższona)

Przecena poszła za daleko

Zarząd banku poinformował, że zysk netto za 4Q08 wyniósł nie mniej niż 60 mln PLN. Oczekiwaliśmy wyniku netto na poziomie 65 mln PLN. Wcześniej prezes powiedział, że wyniki 4Q08 nie powinny być istotnie niższe niż rezultaty pierwszych trzech kwartałów ub.r. Średni zysk to 87 mln PLN, a najniższy wynik to 72 mln PLN. Wyniki banku za 4Q08 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Prezes banku zapowiada wdrożenie nowego modelu zarządzania kosztami w 2009 roku. Deklarację tą, biorąc pod uwagę otoczenie rynkowe i zapowiedzi konkurencji mogą oznaczać prowadzenie programów oszczędnościowych. Na obecną chwilę nie widzimy potencjału do rewizji wyników na 2009 i 2010 rok. Zakładają one wyższe koszty ryzyka (-1%) oraz wydatki wyższe o ponad 4% (tutaj istnieje potencjał do pozytywnych zaskoczeń). Wycena rynkowa Kredyt Banku spadła o 37% (!). Bank wyceniany jest przy P/BV'09 na poziomie 0,7 i P/E'09 10,2. Zrealizowała się nasza negatywna rekomendacja dla walorów Kredyt Banku. Podnosimy rekomendację ze sprzedaj do akumuluj. Obniżamy naszą cenę docelową o 14% w relacji do poprzedniej do poziomu 7,72 PLN/akcję. Zmiana wyceny ma związek z przeceną bazy porównawczej. Nie zmieniamy założeń i wyceny metodą dochodową.

Nowe model zarządzanie kosztami

Bank zatrudniał 7071 osób na koniec 3Q08. Zatrudnienie rosło bardzo dynamicznie w ciągu ostatnich dwóch lat. Naszym zdaniem jedną z możliwości wprowadzenia redukcji kosztów będzie ograniczenie zatrudnienia, np. w obszarach analizy kredytowej - wolumeny w tym roku będą znacznie niższe. Ograniczenie zatrudnienia o 5% spowoduje spadek liczby pracujących o 350 osób, co według naszych szacunków dawałoby około 27 mln PLN oszczędności w skali roku (stanowi to 2,4% kosztów ogółem i 6% wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw). Wdrożenie zwolnień w trakcie tego roku nie przyniesie takiej skali spadku wydatków (okres wypowiedzenia, odprawy), ale ich skala może być większa. Uważamy, że bank ma potencjał ograniczania wydatków rzeczowych, jednak na razie nie znamy konkretnych planów zarządu. Redukcja wydatków na promocję o 30% daje oszczędności rzędu 10 - 15 mln PLN. Bank ma CIR 67% co wskazuje na potencjał oszczędnościowy banku.

Kurs akcji Kredyt Banku na tle WIG

Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Inwestor strategiczny otrzymał pomoc państwową

KBC otrzymało 2 mld EUR środków od belgijskiego rządu, który gotowy jest wyłożyć jeszcze dodatkowe 1,5 mld PLN. Uważamy, że ustabilizowanie się sytuacji inwestora strategicznego wpłynie korzystnie na postrzeganie jego spółek zależnych. Nawet w przypadku decyzji o sprzedaży Kredyt Banku, oczekujemy ceny powyżej wartości księgowej. Nie widzimy bowiem zagrożenia dla kurczenia się poziomu kapitałów (strat) w długim terminie w Kredyt Banku.

(w mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Wynik odsetkowy	780	871	1 059	1 113	1 219
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%	3,5%	3,2%	3,2%
WNDB	1 203	1 362	1 589	1 555	1 693
Zysk operacyjny	440	470	543	458	538
Zysk brutto	461	502	416	231	298
Zysk netto	468	391	327	182	234
ROE	24,8%	17,9%	13,8%	7,1%	8,5%
P/E	4,0	4,8	5,7	10,2	7,9
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
D/PS	0,37	0,52	0,00	0,00	0,00
Dividend yield	5,4%	7,6%	0,0%	0,0%	0,0%

** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym*

Wyniki 4Q08

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami – szacunki (mln PLN)

	4Q08P	różnica	4Q08	zmiana
Wynik odsetkowy	291	0,4%	292	23,6%
Wynik prowizyjny	78	-5,4%	74	-18,5%
NIM	3,6%		3,5%	
WNDB	418	-0,8%	414	6,2%
Koszty działania	-286	4,9%	-300	8,2%
Wynik operacyjny*	137	-12,6%	120	-0,6%
Saldo rezerw	-56	-32,1%	-38	n.a.
Zysk brutto	81	0,9%	82	-41,1%
Zysk netto	65	2,3%	66	-39,7%

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank

* szacunki DI BRE Banku na podstawie wstępnych danych

Powyżej zamieściliśmy tabelkę z porównaniem naszych prognoz z wynikami podanymi przez bank. W komunikacie nie podano kwoty pozostałych przychodów operacyjnych netto oraz wyniku handlowego. Wstawiliśmy nasze założenia zakładające, 49 mln PLN wyniku handlowego oraz 5 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto. Wolumeny do wyliczenia marży odsetkowej netto pochodzą z naszych prognoz wolumenów. Założyliśmy 19% efektywnej stopy procentowej. Wyniki są zgodne z oczekiwaniami. Na poziom wyników w relacji do naszych prognoz wpływ może mieć wynik handlowy i pozostałe przychody operacyjne netto, jednak naszym zdaniem różnice nie będą istotne.

Bank podał, że wynik odsetkowy wyniósł 292,3 mln PLN. Nasza prognoza zakładała rezultat na poziomie 291 mln PLN. Oznacza to bardzo duży wzrost wyniku w relacji do 3Q08 (274 mln PLN). Bank nie brał udziału w wyścigu depozytowym jaki fundowały sobie banki w ostatnim kwartale ub.r. Opierał się na finansowaniu hurtowym (inwestor strategiczny). Jednocześnie był jednym z banków, który w miarę łagodnie na tle ruchów rynkowych zastrzył podejście do klientów. Kolejnym czynnikiem mającym wpływ na wysoki wynik odsetkowy jest efekt opóźnień, świetnych wyników sprzedażowych 3Q08, gdyż odsetki kredytowe z tych wolumenów są w pełni widoczne dopiero kwartał później. Na korzyść zadziałała zapewne sezonowo wyższa sprzedaż wysokomarżowych kredytów konsumpcyjnych (Żagiel). Uważamy, że wyniki pod tym względem nie odzwierciedlają wyzwań przed jakimi stoi Kredyt Bank w 2009 roku. Bank musi wyjść na rynek i powalczyć o depozyty klientów. To znacznie zmieni obraz wyniku odsetkowego banku.

Wynik z tytułu opłat i prowizji wyniósł 73,5 mln PLN, przekraczając nieco nasze prognozy (78 mln PLN). Po publikacji pełnych wyników za 4Q08 podamy przyczyny takich rezultatów. Wynik jest nieco niższy niż w 3Q08 (76 mln PLN).

Koszty działania i koszty ogólnego zarządu sięgnęły 299,8 mln PLN i były znacznie wyższe od naszych oczekiwań (285 mln PLN). Po publikacji struktury wydatków skomentujemy przyczyny przekroczenia naszych prognoz.

Odpisy netto z tytułu utraty wartości aktywów finansowych i innych aktywów oraz rezerw wyniosły -38,1 mln PLN i były pozytywnym zaskoczeniem. Oczekiwaliśmy wyników na poziomie -56 mln PLN. Bank dodał komentarz, że istotny wzrost odpisów z tytułu utraty wartości aktywów finansowych w 4Q08 został częściowo skompensowany rozwiązaniem rezerw na sprawy sporne w wyniku korzystnych dla Grupy wyroków sądowych lub rokowań co do zakończenia toczących się postępowań.

Kredyt Bank opublikuje skonsolidowany rozszerzony raport kwartalny za 4Q08 12 lutego 2009.

Podsumowanie wyceny (PLN/akcję)

Gordon	7,21
porównawcza	6,98
średnia	7,09
9MTP	7,72

Źródło: DI BRE Banku



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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 Kredyt Bank

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Sprzedaj
data wydania	2008-08-11	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12
kurs z dnia rekomendacji	14,95	13.60	12,00	10,33	11.80	10,93
WIG w dniu rekomendacji	40651,79	36854.78	34832.29	27976,81	28331.88	27680.04