DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Banki

Polska

PKO BP

PKOB.WA; PKO PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Iza Rokicka
(48 22) 697 47 37
Iza.Rokicka@dibre.com.pl

1Q 2011: Wyniki poniżej oczekiwań

Obecna cena: 43,99 PLN; Cena docelowa: 53,0 PLN

Zysk netto PKO BP za 1Q 2011 wyniósł 871 mln PLN (płasko Q/Q i +21% R/R). Wynik okazał się o 11% gorszy od naszych oczekiwań (980 mln PLN) oraz 8% gorszy od oczekiwań rynkowych (947 mln PLN). Rozczarowująca okazała się strona przychodowa (słaby wynik zarówno odsetkowy jak i prowizyjny) oraz wyższy niż oczekiwany poziom salda rezerw (+3% Q/Q). Z drugiej strony, koszty operacyjne okazały się lepsze od oczekiwań, przede wszystkim za sprawą kosztów osobowych. Po 1Q 2011 PKO BP wykonało jedynie 20% naszej prognozy całorocznej na poziomie 4,3 mld PLN (+34% R/R). W świetle komentarza Zarządu co do oczekiwanej dynamiki zysku netto poniżej 30% R/R uważamy, że nasza prognoza wyniku netto jest zbyt optymistyczna.

Satysfakcjonujący rozwój bilansu

Kredyty wzrosły o 1% Q/Q, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Za wzrost odpowiedzialny był segment korporacyjny (+4% Q/Q); segment detaliczny odnotował płaski wynik Q/Q (hipoteki wzrosły o 1% Q/Q, ale konsumpcyjne spadły o 1% Q/Q). Depozyty wzrosły nieco szybciej, +2% Q/Q, na konto 2% wzrostu w depozytach detalicznych (w szczególności rachunków bieżących, +4% Q/Q).

Rozczarowujący wynik odsetkowy

Wynik odsetkowy był rozczarowujący, spadając o 1% Q/Q do 1 719 mln PLN. Marża odsetkowa skorygowała się o 10pb. Q/Q do 4,02% z powodu większego spadku rentowości aktywów odsetkowych (-32pb. Q/Q do 2,60%) niż poprawy rentowności pasywów odsetkowych (+24pb. Q/Q do 1,28%). Zarząd banku poinformował, że wzrosty rynkowych stóp procentowych są widoczne w przychodach odsetkowych banku z około trzy miesięcznym opóźnieniem. Ponadto, przedstawiciele banku twierdzą, że PKO BP „stracił" ok. 35 mln PLN wyniku odsetkowego względem 4Q 2010 z powodu mniejszej liczby dni odsetkowych w kwartale (różnica dwóch dni Q/Q).

Wynik prowizyjny pod presją słabej sprzedaży kredytów detalicznych

Wynik prowizyjny był również niezadowalający, -10% Q/Q do 737 mln PLN. Za spadek odpowiada wynik: na kartach (-13% Q/Q), na ubezpieczeniach (-17% Q/Q) oraz z funduszy inwestycyjnych (-12% Q/Q). W opinii Zarządu banku, wynik na kartach wykazał zwyczajową sezonowość w ciągu roku, po najmocniejszym kwartalne nastąpił najsłabszy. Powodem słabego wyniku z tytułu ubezpieczeń jest mniejsza sprzedaż kredytów detalicznych (-23% Q/Q), w szczególności kredytów konsumpcyjnych (-9% Q/Q).

Koszty operacyjne utrzymane pod kontrolą, poprawa wskaźnika koszty/dochodów do 40,8%

Koszty operacyjne były lepsze od oczekiwań, -9% Q/Q do 1 054 mln PLN. Pozytywnie oceniamy przede wszystkim poziom kosztów osobowych, które poprawiły się o 9% Q/Q. Mimo relatywnie słabej strony przychodowej, spadek przychodów ogółem był mniejszy niż spadek kosztów ogółem, co doprowadziło do poprawy wskaźnika koszty/dochodów o 277pb. q/Q do 40,8%.

Saldo rezerw zawyżone przez transakcje o charakterze jednorazowym

Saldo rezerw było wyższe niż oczekiwania i wzrosło o 3% Q/Q do 438 mln PLN. Przełożyło się to na koszt ryzyka w wysokości 133pb, płasko Q/Q. Za wzrost rezerw odpowiada segment detaliczny (+121% Q/Q), w szczególności wysokie rezerwy na hipoteki. Pozytywnie zaskoczyły rezerwy na segment korporacyjny (-51% Q/Q). W trakcie konferencji powynikowej Zarząd banku poinformował, że saldo rezerw na kredyty konsumenckie zostało zawyżone przez dwie transakcje o charakterze jednorazowym: dorezerwowanie portfela, który będzie sekurytyzowany w 2-3Q 2011 oraz spisanie wyłudzonego kredytu w bankowości prywatnej. Bank nie ujawnił wpływu powyższych czynników na wyniki spółki.

Poprawa jakości portfela kredytowego głównie na zmianach w metodologii

Udział kredytów z utratą wartości poprawił się o 54pb. Q/Q do 8,0%. Jednocześnie, wskaźnik pokrycia (kredytów z utratą wartości przez rezerwy) poprawił się o 556pb. Q/Q do 47,6%. Niemniej jednak bank dokonał zmiany w metodologii w zakresie definicji kredytu z utratą wartości w segmencie korporacyjnym. Rating G, w ramach którego do tej pory wszystkie kredyty były uważane za te z utratą wartości, został podzielony na podsegmenty. Część z podsegmentów została uznana jako kredyty zdrowe (bez przesłanek utraty wartości). Bank poinformował, że ta zmiana wpłynęła na obniżenie wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości o 40pb. (czyli bez zmiany metodologii wskaźnik udziału kredytów z utratą wartości poprawiłby się tylko o ok. 10pb. Q/Q).

Poprawa współczynnika wypłacalności

Współczynnik wypłacalności poprawił się o 91pb. Q/Q do 13,4%, a współczynnik kapitałów własnych wzrósł o 101pb. Q/Q do 12,3%. Poprawa wynika z szybszego przyrostu kapitału regulacyjnego (+10% Q/Q) niż aktywów ważonych ryzykiem (+2% Q/Q). PKO BP zaliczył zysk zatrzymany za 2010 (zysk netto pomniejszony o rekomendowaną dywidendę za rok poprzedni) w poczet kapitału regulacyjnego.

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 komentarza.

Podsumowanie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q	1Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy	1 474	1 592	1 719	1 731	1 719	17%	-1%	1 801	-5%
Wynik z prowizji	725	802	798	818	737	2%	-10%	794	-7%
Wynik handlowy	117	68	111	67	78	-34%	16%	90	-13%
Przychody z działalności bankowej	**2 317**	**2 461**	**2 627**	**2 616**	**2 535**	**9%**	**-3%**	**2 685**	**-6%**
Pozostałe przychody netto	29	48	63	36	46	59%	28%	40	16%
Przychody pozaodsetkowe	**872**	**917**	**971**	**921**	**861**	**-1%**	**-7%**	**924**	**-7%**
Przychody ogółem	**2 346**	**2 509**	**2 690**	**2 652**	**2 581**	**10%**	**-3%**	**2 725**	**-5%**
Koszty osobowe	-567	-571	-598	-638	-580	2%	-9%	-606	-4%
Amortyzacja	-119	-120	-123	-151	-124	5%	-18%	-154	-19%
Koszty rzeczowe	-329	-330	-337	-367	-350	6%	-5%	-342	2%
Koszty ogółem	**-1 014**	**-1 021**	**-1 057**	**-1 157**	**-1 054**	**4%**	**-9%**	**-1 102**	**-4%**
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	**1 332**	**1 488**	**1 633**	**1 496**	**1 527**	**15%**	**2%**	**1 623**	**-6%**
Saldo rezerw	-425	-458	-559	-426	-438	3%	3%	-393	12%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	-4	-1	0	4	-3	-24%	+/-	0	-
Zysk brutto	**903**	**1 029**	**1 074**	**1 073**	**1 085**	**20%**	**1%**	**1 230**	**-12%**
Podatek dochodowy	-184	-248	-228	-207	-214	17%	3%	-252	-15%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	1	1	1	2	0	-53%	-80%	2	-81%
Zysk netto	**720**	**782**	**847**	**868**	**871**	**21%**	**0%**	**980**	**-11%**
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,77	3,95	4,14	4,11	4,02			4,21	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	37,2	36,6	36,1	34,7	33,4			33,9	
Koszty/przychody (%)	43,2	40,7	39,3	43,6	40,8			40,5	
Koszty ryzyka (pb.)	145	151	178	133	133			120	
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,3	24,1	21,2	19,3	19,8			20,5	
Kredyty netto	117 892	124 665	126 715	130 668	132 420	12%	1%	130 689	1%
Aktywa ogółem	156 696	165 699	166 859	169 661	172 694	10%	2%	172 161	0%
Depozyty	122 951	129 259	131 631	132 981	135 565	10%	2%	134 171	1%
Kapitały własne	21 175	22 144	22 828	21 358	22 058	4%	3%	22 337	-1%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	75,2	75,2	75,9	77,0	76,7			75,9	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	78,5	78,0	78,9	78,4	78,5			77,9	
Kredyty/depozyty (%)	95,9	96,4	96,3	98,3	97,7			97,4	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	13,5	13,4	13,7	12,6	12,8			13,0	
Udział kredytów zagrożonych (%)	8,3	8,5	8,7	8,5	8,0			-	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	42,8	41,3	42,3	42,0	47,6			-	
Współczynnik wypłacalności (%)	15,2	13,0	12,8	12,5	13,4			-	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	14,0	11,8	11,6	11,3	12,3			-	
ROA (%)	1,84	1,94	2,04	2,06	2,04			2,29	
ROE (%)	13,8	14,4	15,1	15,7	16,0			17,9	

Źródło: PKO BP. DI BRE Banku

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.
Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, AtlasEst, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Wafama, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.