



12 maja 2011

Komentarz specjalny



Banki

Polska

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

Handlowy

BAHA. WA; BHW PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Rozczarowujący wynik odsetkowy za 1Q11

Obecna cena: 95,35 PLN; Cena docelowa: 94,0 PLN

Handlowy zaraportował zysk netto za 1Q 2011 na poziomie 181 mln PLN, -7% Q/Q, ale +20% R/R. Wynik netto okazał się zgodny z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami, odpowiednio na poziomie 178 mln PLN i 183 mln PLN. W naszej opinii, rozczarował wynik odsetkowy spadając o 7% Q/Q. Z drugiej strony bank wykazał się lepszą kontrolą kosztów niż oczekiwaliśmy. Po 1Q 2011 Handlowy wykonał tylko 20% naszej całorocznej prognozy zysku netto na poziomie 903 mln PLN (+20% R/R). Ponadto, mając na uwadze słaby wynik odsetkowy, widzimy ryzyko obniżenia naszych prognoz, nawet pomimo silnego przyrostu salda kredytów.

Bardzo wysoki wzrost salda kredytów, ale ...

Handlowy zaraportował silny wzrost kredytów, +4% Q/Q. Wynikało to z bardzo mocnego przyrostu kredytów korporacyjnych, +11% Q/Q. Zgodnie z zapewnieniami Zarządu banku, nie wynikało to z pojedynczej, znaczącej transakcji. Z drugiej strony przyrost nie był spowodowany pojawieniem się popytu na kredyt inwestycyjny, lecz nadal wzrostem zainteresowania kredytem obrotowym. Saldo kredytów detalicznych spadło o 4% Q/Q, po równo w kredytach kartowych oraz gotówkowych.

... również znaczący spadek depozytów

Saldo depozytów znacząco spadło, o 15% Q/Q (lub o 3,1 mld PLN) i o 5% R/R (lub o 1,0 mld PLN). Nastąpił odpływ oszczędności przedsiębiorstw, spadek o 22% Q/Q, zarówno z depozytów bieżących (-2,2 mld PLN lub -29% Q/Q) jak i terminowych (-1,1 mld PLN lub -15% Q/Q). Zarząd banku twierdzi, że wynika to ze zwyczajowej sezonowości w ciągu roku, rok wcześniej w 1Q odpłynęło 2,3 mld PLN (-11% Q/Q).

Rozczarowujący wynik odsetkowy, -7% Q/Q

Wynik odsetkowy rozczarował zmniejszając się o 7% Q/Q i R/R (lub o 24 mln PLN Q/Q) do 347 mln PLN. Powodem spadku były mniejsze przychody odsetkowe z tytułu dłużnych papierów wartościowych (łącznie dostępnych do sprzedaży oraz przeznaczonych do obrotu) o 25 mln PLN Q/Q. Marża na aktywach ogółem spadła o 106pb. Q/Q do 2,71, lecz nie z powodu spadku rentowności portfela papierów dłużnych. Spadek ten wynika z bardzo dużego wzrostu sumy bilansowej Q/Q o 73% lub 27 mld PLN w skutek przeprowadzenia przez dom maklerski Handlowego wezwania na akcje BZ WBK (Handlowy wykazał w bilansie obie strony transakcji - ok. 16 mld PLN w jedną stronę; sama transakcja została rozliczona 1 kwietnia). Bank odmówił komentarza nt. wpływu transakcji na wyniki banku.

Wynik prowizyjny zgodny z oczekiwaniami

Wynik prowizyjny zmniejszył się o 3% Q/Q do 170 mln PLN zgodnie z oczekiwaniami. Jednak na wynik miały wpływ dwie transakcje o charakterze niepowtarzalnym: prowizja od organizacji konsorcjum i udzielenia kredytu dla Cyfrowego Polsatu wykazana w pozycji pozostałe (szacowana przez nas na ok. 8 mln PLN) oraz prowizja za realizację wezwania na akcje BZ WBK wykazana w wyniku z działalności maklerskiej. Największy spadek Q/Q zanotowały pozycje: usługi powiernicze (-23%; efekt wysokiej bazy 4Q 2010), karty (-12%; efekt sezonowy—po najmocniejszym kwartale nastąpił kwartał najsłabszy w ciągu roku) oraz sprzedaż produktów inwestycyjnych i ubezpieczeniowych (-12%; efekt sprzedaży mniej marżowych produktów).

Poprawa wyniku handlowego wynika z lepszego rezultatu na zarządzaniu pozycją własną

Wynik handlowy poprawił się znacząco Q/Q o 22% (lub o 16 mln PLN) do 86 mln PLN. Wynikało to z poprawy wyniku na zarządzaniu pozycją własną banku (szacujemy poprawę Q/Q o ok. 30 mln PLN).

Koszty operacyjne utrzymane pod kontrolą

Koszty operacyjne były utrzymane pod kontrolą, spadają o 1% Q/Q do 347 mln PLN. Pozytywnie oceniamy koszty rzeczowe, które zmniejszyły się o 8% Q/Q. Z powodu lekkiego wzrostu przychodów ogółem (+1% Q/Q) oraz lekkiego spadku kosztów ogółem (-1% Q/Q), wskaźnik koszty/dochodów poprawił się do 56,7%, czyli o 147pb. Q/Q.

Wzrost salda rezerwy Q/Q zgodny z prognozami

Saldo rezerw zwiększyło się o 221% Q/Q do 42 mln PLN zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Przełożyło się to na koszt ryzyka na poziomie 142pb., +96pb. Q/Q. Za ten wzrost odpowiada segment korporacyjny, w którym rezerwy przyrosły o 47 mln PLN Q/Q do 12 mln PLN. Saldo rezerw w segmencie detalicznym spadło o 38% Q/Q do 30 mln PLN. W nadchodzących kwartałach bank oczekuje stabilizacji rezerw w segmencie korporacyjnym i dalszej poprawy w segmencie detalicznym.

Współczynnik wypłacalności nadal bardzo wysoki, nawet pomimo spadku

Współczynnik wypłacalności obniżył się o 296pb. Q/Q do 15,8% z powodu 18% przyrostu Q/Q aktywów ważonych ryzykiem. Zgodnie z informacją przekazaną przez Zarząd banku, znaczący wzrost wartości bilansowej na koniec marca 2011 spowodowany realizacją wezwania na akcje BZ WBK miał negatywny (ale nie skwantyfikowany) wpływ na poziom współczynnika wypłacalności.

Podsumowanie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	R/R	Q/Q	1Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy	373	374	379	372	347	-7%	-7%	359	-3%
Wynik z prowizji	151	166	164	175	170	13%	-3%	168	1%
Wynik handlowy	81	141	118	71	86	6%	22%	90	-4%
Przychody z działalności bankowej	605	682	660	617	603	0%	-2%	617	-2%
Pozostałe przychody netto	-5	8	7	-13	7	+/-	+/-	7	6%
Przychody pozaodsetkowe	227	315	288	232	263	16%	14%	265	-1%
Przychody ogółem	600	689	667	603	611	2%	1%	624	-2%
Koszty osobowe	-158	-174	-174	-161	-171	8%	6%	-170	0%
Amortyzacja	-17	-16	-15	-15	-14	-15%	-3%	-15	0%
Koszty rzeczowe	-151	-161	-159	-176	-161	7%	-8%	-175	-8%
Koszty ogółem	-326	-351	-348	-351	-347	6%	-1%	-359	-3%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	274	339	319	252	264	-4%	5%	265	0%
Saldo rezerw	-77	-89	-63	-13	-42	-46%	221%	-46	-9%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	+/-	-54%	1	-58%
Zysk brutto	197	250	257	240	222	13%	-7%	219	1%
Podatek dochodowy	-46	-51	-46	-45	-41	-10%	-8%	-42	-1%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	-
Zysk netto	151	198	211	195	181	20%	-7%	178	2%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,96	3,85	3,72	3,77	2,71			3,87	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	37,9	45,7	43,2	38,4	43,1			42,5	
Koszty/przychody (%)	54,3	50,9	52,1	58,2	56,7			57,6	
Koszty ryzyka (pb.)	263	308	219	45	142			157	
Efektywna stopa podatkowa (%)	23,3	20,6	17,9	18,7	18,5			19,0	
Kredyty netto	11 580	11 482	11 586	11 593	12 112	5%	4%	11 882	2%
Aktywa ogółem	37 714	40 136	41 300	37 518	64 957	72%	73%	36 563	78%
Depozyty	18 294	21 174	18 930	20 423	17 342	-5%	-15%	19 290	-10%
Kapitały własne	6 481	6 132	6 349	6 493	6 648	3%	2%	6 670	0%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	30,7	28,6	28,1	30,9	18,6			32,5	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	48,5	52,8	45,8	54,4	26,7			52,8	
Kredyty/depozyty (%)	63,3	54,2	61,2	56,8	69,8			61,6	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	17,2	15,3	15,4	17,3	10,2			18,2	
Udział kredytów zagrożonych (%)	17,2	17,5	16,7	15,3	14,4			-	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	65,2	65,0	66,1	67,7	70,3			-	
Współczynnik wypłacalności (%)	18,4	17,3	17,5	18,8	15,8			-	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	18,4	17,3	17,5	18,8	15,8			-	
ROA (%)	1,60	2,04	2,07	1,98	1,41			1,92	
ROE (%)	9,5	12,6	13,5	12,1	11,0			10,8	

Źródło: Handlowy, 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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy 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 Zybala 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 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

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

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@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, Mondy, 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, Mondy, 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, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondy, 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.