

**Banki**

Polska

Handlowy

Trzymaj

BHW PW; BAHA. WA

(Niezmieniona)

Niskie rezerwy powodem pozytywnego zaskoczenia na wynikach 3Q11

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

Obecna cena: 72,0 PLN; Cena docelowa: 72,0 PLN

Handlowy zaraportował zysk netto za 3Q 2011 na poziomie 183 mln PLN, +21% Q/Q, ale -13% R/R. Wynik okazał się o 7% wyższy niż nasza prognoza oraz konsensus rynkowy (po 170 mln PLN). Powodem pozytywnego zaskoczenia było niższe niż oczekiwane saldo rezerw. Na uwagę zasługuje również wysoka dynamika kredytów oraz poprawa marży odsetkowej. W ramach przychodów, rozczarowujący okazał się wynik prowizyjny, ale ubytek ten został zrekompensowany przez wysoki wynik handlowy. Nasza całoroczna prognoza zysku netto na poziomie 673 mln PLN implikuje wynik netto 4Q na poziomie tylko 158 mln PLN, co może się okazać zbyt pesymistycznym założeniem. Co ważne oznacza to, że dywidenda wypłacana z zysku za rok 2011 może wynieść nawet więcej niż obecnie prognozujemy (5,15 PLN na akcję przy założeniu stopy wypłaty dywidendy na poziomie 100%). Na naszych obecnych prognozach stopa dywidendy wynosi 7,2% i jest zdecydowanie najwyższa wśród polskich banków. Handlowy jest obecnie wyceniany na 2011 P/E na poziomie 14,0x, czyli 10% powyżej średniej dla spółek porównywalnych. Uważamy tą premię za uzasadnioną mając na uwadze bardzo wysoką stopę dywidendy oraz silną bazę kapitałową banku. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Bardzo silna dynamika kredytów Q/Q oraz umiarkowany wzrost depozytów

Handlowy zanotował bardzo wysoką dynamikę wzrostu kredytów, o 7% Q/Q, co było związane z efektem kursowym tylko w minimalnym stopniu. Podczas gdy saldo kredytów detalicznych pozostało na niezmienionym poziomie Q/Q, kredyty korporacyjne wzrosły aż o 12% Q/Q. Zwracamy uwagę, że zmiana struktury aktywów w stronę wyżej rentownych kredytów (względem portfela obligacji) powinna mieć lekko pozytywny wpływ na marżę na aktywach odsetkowych, chociaż jednocześnie negatywny na samą marżę kredytową (kredyty korporacyjne są niżej marżowe niż detaliczne).

Depozyty wzrosły o 2% Q/Q. Dynamika oszczędności korporacyjnych wyniosła 2% Q/Q i była wyższa niż depozytów detalicznych, które były stabilne Q/Q.

Dobry wynik handlowy, zadowolający odsetkowy, ale prowizyjny poniżej oczekiwań

Wynik odsetkowy wzrósł o 2% Q/Q do 357 mln PLN dzięki poprawie marży odsetkowej o 24p.b. Q/Q do 3,7% (po skorygowaniu wartości aktywów w 1Q 2011 o rozliczenie wezwania Santander na BZ WBK). Rozszerzyła się marża na aktywach odsetkowych w konsekwencji lepszej struktury aktywów. Marża na zobowiązaniach odsetkowych pozostała na stabilnym poziomie Q/Q.

Wynik prowizyjny okazał się rozczarowujący spadając aż o 7% Q/Q do 156 mln PLN. Spadły nie tylko przychody z tytułu sprzedaży produktów inwestycyjnych i ubezpieczeniowych (-5% Q/Q ze względu na sprzedaż produktów o niższym profilu ryzyka ale i marży), ale również z tytułu kart (-5% Q/Q jako efekt promocji mającej na celu zwiększenie akwizycji) oraz działalności maklerskiej (-32% Q/Q z powodu mniejszej liczby transakcji w obszarze bankowości inwestycyjnej).

Po bardzo słabym 2Q 2011, wynik handlowy w 3Q 2011 okazał się bardzo wysoki wzrastając o 63% Q/Q do 100 mln PLN (do najwyższego nominalnego poziomu od 4Q 2010). Poprawa nastąpiła przede wszystkim w obszarze działalności klientowskiej (o 32 mln PLN Q/Q). Wynik na działalności własnej wzrósł o 6 mln PLN Q/Q.

Spadek kosztów operacyjnych Q/Q dzięki lepszej kontroli wydatków rzeczowych

Koszty operacyjne poprawiły się Q/Q o 2% Q/Q do 359 mln PLN dzięki niższym kosztom rzeczowym (-5% Q/Q). Głównym powodem poprawy były niższe wydatki na marketing (-25% Q/Q) oraz koszty związane z dystrybucją produktów (-15% Q/Q). Koszty osobowe utrzymały się na płaskim poziomie Q/Q. Zarząd banku pottrzymał swoje wcześniejsze oczekiwania co do średnio-kwartalnego poziomu kosztów operacyjnych na poziomie 350-370 mln PLN.

W konsekwencji pozytywnej dynamiki przychodów i spadkowi kosztów, wskaźnik koszty/dochodów poprawił się aż o 4,9p.p. do 59,0%.

Zaskakująco niskie saldo rezerw z powodu rozwiązań w segmencie korporacyjnym

Saldo rezerw okazało się zaskakująco niskie wzrastając jedynie o 7% Q/Q do 16 mln PLN. Drugi kwartał z rzędu bank dokonał rozwiązań rezerw netto w segmencie korporacyjnym w wysokości 12 mln PLN. Rezerwy w segmencie detalicznym wyniosły 28 mln PLN, spadając o 3% Q/Q. Koszt ryzyka ogółem ukształtował się na poziomie 52p.b., płasko Q/Q.

Znacznej poprawie uległa jakość portfela kredytowego. Udział kredytów z utratą wartości spadł o 1,5p.p. do 11,4% przy stabilnym poziomie wskaźnika pokrycia (77,5%). Poprawa jakości portfela miała miejsce przede wszystkim w segmencie korporacyjnym (-1,6p.p. do 9,0%), nie tylko ze względu na dynamiczny przyrost portfela (+12% Q/Q), ale również z powodu spadku nominalnego poziomu kredytów z utratą wartości (-6% Q/Q). Poprawa jakości w segmencie detalicznym (o 0,9p.p. do 14,8%) wynikała głównie ze spisania w 100% wyrezerwowanych kredytów na poza bilans (szacujemy ich wartość nominalną na ok. 100 mln PLN).

Zarząd banku poinformował, że w nadchodzących kwartałach spodziewa się kontynuacji pozytywnych trendów w segmencie korporacyjnym. Z drugiej strony Prezes Handlowego pozostaje sceptyczny co do jakości kredytów detalicznych, a w szczególności do walutowych kredytów hipotecznych. Wskazuje one, że w kolejnym kroku mogą one „zarazić” kredyty niehipoteczne.

Współczynnik wypłacalności spadł do 16,5% w związku z dynamiczną akcją kredytową

Współczynnik wypłacalności obniżył się o 1,4p.p. do 16,5%. Spadek ten w całości wynikał ze wzrostu aktywów ważonych ryzykiem i wzrostem akcji kredytowej. Zwracamy uwagę, że zysk netto wygenerowany w trakcie 9 miesięcy 2011 (515 mln PLN, równowartość 2% aktywów ważonych ryzykiem) nie jest zaliczany w poczet kapitału regulacyjnego. Oznacza to, że w chwili obecnej nie ma przeciwwskazań do wypłaty wysokiej dywidendy z zysków za 2010 w wysokości nawet 100%.

Podsumowanie wyników kwartalnych na 3Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	R/R	Q/Q	9M10	9M11	R/R	3Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy	373	374	379	372	347	348	357	-6%	2%	1 126	1 052	-7%	350	2%
Wynik z prowizji	151	166	164	175	170	168	156	-5%	-7%	480	493	3%	164	-5%
Wynik handlowy	81	141	118	71	86	61	100	-15%	63%	340	247	-27%	90	11%
Przychody z działalności bankowej	605	682	660	617	603	577	612	-7%	6%	1 947	1 792	-8%	604	1%
Pozostałe przychody netto	-5	8	7	-13	7	-1	-4	+/-	226%	10	2	-78%	3	+/-
Przychody pozaodsetkowe	227	315	288	232	263	228	252	-13%	10%	831	743	-11%	257	-2%
Przychody ogółem	600	689	667	603	611	576	608	-9%	6%	1 956	1 795	-8%	607	0%
Koszty osobowe	-158	-174	-174	-161	-171	-171	-171	-2%	0%	-506	-513	1%	-172	-1%
Amortyzacja	-17	-16	-15	-15	-14	-15	-15	2%	3%	-48	-44	-7%	-15	1%
Koszty rzeczowe	-151	-161	-159	-176	-161	-182	-173	9%	-5%	-471	-517	10%	-177	-2%
Koszty ogółem	-326	-351	-348	-351	-347	-368	-359	3%	-2%	-1 024	-1 074	5%	-364	-1%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	274	339	319	252	264	208	249	-22%	20%	932	721	-23%	243	3%
Saldo rezerw	-77	-89	-63	-13	-42	-15	-16	-74%	7%	-229	-74	-68%	-30	-45%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	0	0	0	0	0	0	-47%	82%	0	1	140%	0	-
Zysk brutto	197	250	257	240	222	192	233	-9%	21%	703	648	-8%	213	10%
Podatek dochodowy	-46	-51	-46	-45	-41	-41	-50	9%	22%	-143	-132	-8%	-43	18%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-	0	-
Zysk netto	151	198	211	195	181	151	183	-13%	21%	560	515	-8%	170	7%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,96	3,85	3,72	3,77	2,71	2,67	3,68			3,86	3,70		3,68	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	37,9	45,7	43,2	38,4	43,1	39,6	41,4			42,5	41,4		42,3	
Koszty/przychody (%)	54,3	50,9	52,1	58,2	56,7	63,9	59,0			52,3	59,8		60,0	
Koszty ryzyka (pb.)	263	308	219	45	142	51	52			260	80		97	
Efektywna stopa podatkowa (%)	23,3	20,6	17,9	18,7	18,5	21,3	21,5			20,3	20,4		20,0	
Kredyty netto	11 580	11 482	11 586	11 593	12 112	12 207	13 015	12%	7%				12 501	4%
Aktywa ogółem	37 714	40 136	41 300	37 518	64 957	39 357	38 194	-8%	-3%				36 653	4%
Depozyty	18 294	21 174	18 930	20 423	17 342	17 773	18 059	-5%	2%				17 107	6%
Kapitały własne	6 481	6 132	6 349	6 493	6 648	6 096	6 226	-2%	2%				6 266	-1%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	30,7	28,6	28,1	30,9	18,6	31,0	34,1						34,1	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	48,5	52,8	45,8	54,4	26,7	45,2	47,3						46,7	
Kredyty/depozyty (%)	63,3	54,2	61,2	56,8	69,8	68,7	72,1						73,1	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	17,2	15,3	15,4	17,3	10,2	15,5	16,3						17,1	
Udział kredytów zagrożonych (%)	17,2	17,5	16,7	15,3	14,4	12,9	11,4						n.a.	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	65,2	65,0	66,1	67,7	70,3	77,8	77,5						n.a.	
Współczynnik wypłacalności (%)	18,4	17,3	17,5	18,8	15,8	18,0	16,5						n.a.	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	18,4	17,3	17,5	18,8	15,8	18,0	16,5						n.a.	
ROA (%)	1,60	2,04	2,07	1,98	1,41	1,16	1,88			1,89	1,82		1,79	
ROE (%)	9,5	12,6	13,5	12,1	11,0	9,5	11,9			11,9	10,8		11,0	

Źródło: Handlowy, 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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

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, KRUK, 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, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, ABG Spin, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Póinoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, 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, Robyg.

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.