



Banki

Polska

Pekao

PEO PW; BEPE.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

3Q11: Mocna strona przychodowa (poza prowizjami) oraz akcja kredytowa

Obecna cena: 139,7 PLN; Cena docelowa: 160 PLN

Pekao zaraportowało wyniki za 3Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 766 mln PLN, +7% Q/Q oraz +16% R/R. Wynik netto okazał się o 5% lepszy zarówno od naszych jak i rynkowych oczekiwań (po 729 mln PLN). Powodem pozytywnego zaskoczenia był wyższy niż prognozowany wynik odsetkowy oraz wynik handlowy. Z drugiej strony, gorszy od oczekiwań okazał się wynik prowizyjny. Ponadto, zwracamy uwagę na mocną akcję kredytową, widoczną nie tylko w wysokich dynamikach na bilansie, ale również wzrosty w sprzedaży kredytów detalicznych. Nasza całoroczna prognoza zysku netto na 2011 na poziomie 2 835 mln PLN implikuje mało wymagający wynik netto za 4Q 2011 w wysokości 707 mln PLN. Po tym jak obniżyliśmy naszą rekomendację na walory Pekao do Trzymaj (z Akumuluj w raporcie miesięcznym z dnia 4 listopada), kurs akcji spadł o 7%, 4p.p. więcej niż szerokiego rynku. Mając na uwadze fakt, że Pekao jest niezależne finansowo od swojej spółki matki, UniCredit, oraz uwzględniając znacznie lepsze perspektywy rozwoju bankowości korporacyjnej niż detalicznej w Polsce w 2012, w naszej opinii obecne poziomy wyceny na wskaźniku P/E na poziomie 13,1x na 2011 oraz 12,5x na 2012 nie są wymagające.

Kredyty hipoteczne głównym czynnikiem wzrostu akcji kredytowej

Kredyty wzrosły w silnym tempie 6% Q/Q i naszym zdaniem w niewielkim stopniu wynikało to z efektu walutowego. Kredyty detaliczne zwiększyły się o 6% Q/Q dzięki mocnej akcji kredytowej w hipotekach denominowanych w PLN. Portfel tych kredytów zwiększył się o 7% Q/Q, a sama kwartalna sprzedaż wzrosła o 8% Q/Q do 1 753 mln PLN. Kredyty korporacyjne spadły o 1% Q/Q, co wynikało z kurczenia się portfela kredytowego dużych przedsiębiorstw (-5% Q/Q). Kredyty dla średnich i małych przedsiębiorstw zwiększyły się odpowiednio o 3% i 4% Q/Q.

Depozyty również odnotowały wysoką dynamikę wzrostu 8% Q/Q, chociaż może ona mieć charakter tymczasowy (duży napływ oszczędności w okolicy dnia bilansowego). Największą dynamikę wykazały depozyty jednostek budżetowych (+30% Q/Q) oraz transakcje repo (+213% Q/Q). Depozyty korporacyjnych podmiotów niefinansowych zwiększyły się o 4% Q/Q, a oszczędności klientów detalicznych o 3% Q/Q.

Pekao utrzymuje wysoką płynność bilansu ze wskaźnikiem kredyty/depozytów na poziomie 86,1%, - 90p.b. Q/Q.

Silny wzrost w przychodach, nawet pomimo rozczarującego wyniku prowizyjnego

Wynik odsetkowy (razem ze swapami) okazał się wyższy niż prognozowany, wzrastając o 6% Q/Q do 1 192 mln PLN. Było to możliwe nie tylko dzięki rosnącemu wolumenowi, ale również z powodu poprawy marżowości pasywów odsetkowych. Marża odsetkowa rozszerzyła się o 9p.b. Q/Q do 3,48%. Zarząd banku poinformował, że zamierza przynajmniej utrzymać ten poziom marży odsetkowej zarządzając kwestią wolumenów oraz cen. Wynik prowizyjny okazał się dla nas rozczarujący, spadając o 5% Q/Q do 612 mln PLN. Nie tylko przychody z funduszy inwestycyjnych spadły mocniej niż oczekiwaliśmy, -13% Q/Q, ale również obniżyła się o 5% Q/Q bliżej nie sprecyzowana pozycja „pozostałe” (39% wyniku prowizyjnego ogółem). Wynik handlowy był mocny wzrastając o 33% Q/Q do 173 mln PLN. Bank sprzedał portfel obligacji, księgując na tej operacji 43 mln PLN zysku (49 mln PLN zysku po dziewięciu miesiącach).

Koszty trzymane pod kontrolą, bardziej niż oczekiwaliśmy

Koszty operacyjne okazały się lepsze niż prognozowaliśmy, utrzymując się na niezmienionym poziomie Q/Q, 928 mln PLN. Wzrost w kosztach rzeczowych o 2% Q/Q został zrekompensowany przez spadek o 1% Q/Q w kosztach osobowych. W trakcie konferencji powynikowej, Zarząd banku poinformował, że 2012 spodziewa się wzrostu kosztów poniżej inflacji, nawet pomimo wyższych oczekiwanych kosztów związanych z odświeżeniem logo banku oraz marketingu.

Dzięki rosnącym przychodom oraz płaskim kosztom, wskaźnik koszty/dochodów poprawił się o 1,9p.p. Q/Q do 46,4%.

Saldo rezerw zgodnie z oczekiwaniami; poprawa jakości aktywów w Polsce

Chociaż saldo rezerw wzrosło o 2% Q/Q do 138 mln PLN, koszt ryzyka poprawił się o 2p.b. Q/Q do 63p.b. Jakość kredytów w Polsce uległa poprawie Q/Q, nie tylko spadł udział kredytów z utratą wartości o 13p.b. Q/Q do 6,5% (efekt nowej sprzedaży), ale również wzrósł wskaźnik pokrycia o 80p.b. Q/Q do 76,8%. Jakość kredytów na Ukrainie pogorszyła się 1,1p.p. do 21,8%, ale z drugiej strony wskaźnik pokrycia wzrósł o ok. 1,9p.p. Q/Q do 53,8%.

Zarząd banku spodziewa się, że w 2012 nie uda mu się utrzymać kosztu ryzyka na tak dobrym poziomie jak to miało miejsce w 2011, zarówno w segmencie detalicznym jak i korporacyjnym.

Ponad 5 mld PLN kapitału nadwyżkowego (ponad Tier-1 na poziomie 12%), nawet bez zysku za 9M 2011

Współczynnik wypłacalności obniżył się o 132p.b. Q/Q do 17,1% z powodu 8% wzrostu aktywów ważonych ryzykiem (jako konsekwencja akcji kredytowej). Wart podkreślenia jest fakt, że kapitał regulacyjny banku nadal nie uwzględnia zysku wygenerowanego w 2011, który po dziewięciu miesiącach stanowi równowartość 2,1% aktywów ważonych ryzykiem. Obliczyliśmy, że Pekao ma 5,2 mld PLN kapitału nadwyżkowego ponad współczynnik wypłacalności 12% i 7,3 mld PLN ponad współczynnik wypłacalność na poziomie 10% (obie wartości nie uwzględniają zysku na 9M 2011).

Najwyższa rentowość kapitałów własnych w sektorze, przy porównywalnych wskaźnikach wypłacalności

Oczywistą konsekwencją wysokiego współczynnika wypłacalności jest zanizona rentowność kapitałów własnych. W 2Q 2011 wyniosła ona 15,2%, a po dziewięciu miesiącach 2011 ukształtowała się na poziomie 13,9%. Zakładając wartość współczynnika wypłacalności na poziomie 11%, czyli tyle ile wynosi on dla PKO BP, w 3Q 2011 Pekao osiągnęło rentowność ROE 20,9% - najwyższy poziom wśród banków przez nas analizowanych.

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 (ze swapami)	1 005	1 003	1 031	1 065	1 061	1 125	1 192	16%	6%	3 039	3 378	11%	1 170	2%
Wynik z prowizji	572	588	591	617	597	645	612	4%	-5%	1 751	1 854	6%	639	-4%
Wynik handlowy	171	171	204	179	147	130	173	-15%	33%	546	449	-18%	136	27%
Przychody z działalności bankowej	1 748	1 762	1 825	1 861	1 805	1 900	1 976	8%	4%	5 336	5 681	6%	1 945	2%
Pozostałe przychody netto	17	13	24	-39	8	15	23	-7%	49%	54	46	-16%	20	13%
Przychody pozaodsetkowe	760	773	819	757	752	789	807	-1%	2%	2 352	2 348	0%	795	2%
Przychody ogółem	1 765	1 775	1 850	1 822	1 813	1 915	1 999	8%	4%	5 390	5 727	6%	1 965	2%
Koszty osobowe	-468	-476	-482	-524	-490	-501	-495	3%	-1%	-1 426	-1 486	4%	-511	-3%
Amortyzacja	-108	-99	-98	-87	-96	-93	-93	-4%	1%	-304	-282	-7%	-95	-1%
Koszty rzeczowe	-328	-327	-337	-315	-314	-332	-340	1%	2%	-992	-986	-1%	-342	-1%
Koszty ogółem	-904	-902	-918	-926	-899	-926	-928	1%	0%	-2 723	-2 754	1%	-948	-2%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	862	873	932	896	914	988	1 070	15%	8%	2 667	2 973	11%	1 017	5%
Saldo rezerw	-141	-136	-134	-127	-134	-135	-138	3%	2%	-411	-407	-1%	-135	2%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	21	26	21	8	21	29	17	-20%	-41%	69	67	-3%	20	-15%
Zysk brutto	742	764	820	776	801	882	950	16%	8%	2 325	2 633	13%	902	5%
Podatek dochodowy	-137	-142	-158	-135	-150	-166	-181	15%	9%	-436	-497	14%	-171	6%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-2	-2	-3	2	-3	-2	-2	-6%	0%	-7	-7	2%	-2	21%
Zysk netto	603	619	660	644	648	714	766	16%	7%	1 882	2 129	13%	729	5%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	3,11	3,07	3,08	3,17	3,17	3,40	3,48			3,05	3,26		3,55	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	43,1	43,5	44,3	41,6	41,5	41,2	40,4			43,6	41,0		40,4	
Koszty/przychody (%)	51,2	50,8	49,6	50,8	49,6	48,4	46,4			50,5	48,1		48,3	
Koszty ryzyka (pb.)	73	69	65	62	66	65	63			67	64		62	
Efektywna stopa podatkowa (%)	18,4	18,6	19,2	17,4	18,7	18,8	19,1			18,8	18,9		19,0	
Kredyty netto	75 735	81 908	82 822	80 843	81 892	84 643	89 391	8%	6%				88 657	1%
Aktywa ogółem	127 928	133 428	134 622	134 090	133 361	131 153	142 466	6%	9%				132 952	7%
Depozyty	93 582	99 509	100 984	99 767	97 271	97 269	103 795	3%	7%				98 200	6%
Kapitały własne	19 099	18 924	19 629	20 174	20 699	19 796	20 534	5%	4%				20 525	0%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	59,2	61,4	61,5	60,3	61,4	64,5	62,7						66,7	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	73,2	74,6	75,0	74,4	72,9	74,2	72,9						73,9	
Kredyty/depozyty (%)	80,9	82,3	82,0	81,0	84,2	87,0	86,1						90,3	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	14,9	14,2	14,6	15,0	15,5	15,1	14,4						15,4	
Udział kredytów zagrożonych (%)	7,2	7,1	6,9	6,7	6,7	6,6	6,5						n.a.	
wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	76,6	76,1	76,4	74,1	76,0	76,0	76,8						n.a.	
Współczynnik wypłacalności (%)	18,4	18,0	18,0	17,6	18,5	18,4	17,1						n.a.	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	18,4	18,0	18,0	17,6	18,5	18,4	17,1						n.a.	
ROA (%)	1,86	1,90	1,97	1,92	1,94	2,16	2,24			1,89	2,05		2,21	
ROE (%)	12,9	13,0	13,7	12,9	12,7	14,1	15,2			13,2	13,9		14,5	

Źródło: Pekao, 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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
micchal.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
micchal.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, Mondi, 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, Mondi, 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, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin 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.

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.