

7 lutego 2011

Komentarz specjalny

**Banki**

Polska

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

Kredyt Bank

BKRE.WA; KRB PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Prognoza wyników za 4Q 2010

Obecna cena: 15,7 PLN; Cena docelowa: 17,4 PLN

Oczekujemy, że zysk netto Kredyt Banku za 4Q 2010 wyniesie 45 mln PLN. Chociaż spodziewamy się niższego Q/Q salda rezerw, w naszej opinii wynik netto spadnie o 19% Q/Q. Wynika to z prognozowanego sezonowego wzrostu kosztów oraz ze spadku przychodów Q/Q. W 3Q 2010 bank rozpoznał szereg zysków o charakterze jednorazowym, które zawyżyły bazę porównawczą wyniku handlowego oraz wyniku na pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych. W zakresie przychodów podstawowych oczekujemy pozytywnych dynamik Q/Q, 4% dla wyniku odsetkowego oraz 1% dla wyniku prowizyjnego. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 w wysokości 332 mln PLN, +90% R/R, spółka jest wyceniana na 12,9x P/E, z 7% dyskontem do sektora. Zalecamy akumulowanie walorów Kredyt Banku.

Prognozujemy zysk netto na poziomie 45 mln PLN

W czwartek, 10 lutego Kredyt Bank zraportuje swoje wyniki finansowe za 4Q 2010. Oczekujemy 45 mln PLN zysku netto, -19% Q/Q, ale +124% R/R. W konsekwencji, zysk całoroczny sięgnie 174 mln PLN.

Przychody pod presją Q/Q z powodu zysków nadzwyczajnych w 3Q

Uważamy, że w 4Q 2010 Kredyt Bank nie będzie w stanie utrzymać poziomu przychodów ogółem osiągniętych w 3Q 2010. Oczekujemy spadku o 5% Q/Q do 411 mln PLN. Wynika to z serii zysków nadzwyczajnych wykazanych w kwartale poprzednim: ok. 5-6 mln PLN zysku na rewaluacji portfela akcji, 6-7 mln PLN zwrotu podatku VAT oraz ok. 1 mln PLN zwrotu opłaty z KNF. Prognozujemy 4% wzrost wyniku odsetkowego do 294 mln PLN. Uważamy, że przy stabilnym Q/Q saldzie zarówno kredytów jak i depozytów, bank będzie w stanie poprawić swoją marżę odsetkową do 2,74%. W naszej opinii sukcesywnie poprawiający się koszt finansowania będzie miał większy wpływ na marżę niż kurczący się wysokomarżowy portfel kredytowy zbudowany przez Żagla. Oczekujemy stabilnego Q/Q wyniku prowizyjnego na poziomie 85 mln PLN.

Sezonowy wzrost kosztów Q/Q

Prognozujemy, że koszty operacyjne ogółem wzrosną o 6% Q/Q do 249 mln PLN. Oczekujemy przyrostu przede wszystkim kosztów rzeczowych, +10% Q/Q, co w naszej opinii wynika z wyższych Q/Q wydatków na marketing oraz wzmoczonych działań windykacyjnych. Oczekujemy 3% wzrostu Q/Q zarówno kosztów osobowych jak i amortyzacji.

Saldo rezerw spada Q/Q, ale cały czas na wysokim poziomie

Po tym jak Kredyt Bank utworzył dodatkowe 57 mln PLN rezerw na portfel kredytów hipotecznych w 3Q 2010, oczekujemy spadku salda rezerw o 12% Q/Q do 107 mln PLN. W konsekwencji oczekujemy, że koszt ryzyka poprawi się o 24pb. Q/Q do 156pb.

Prognoza wyników za 4Q 2010

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana R/R	IIIQ2010	zmiana Q/Q	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	294	274	7%	284	4%	1 125	1 061	6%
Marża odsetkowa	2,74%	2,82%	-	2,66%	-	2,75%	2,73%	-
Wynik prowizyjny	85	76	12%	84	1%	326	304	7%
WNDB	404	382	6%	415	-3%	1 585	1 530	4%
Koszty operacyjne	-249	-260	-4%	-235	6%	-936	-1 023	-9%
Wynik operacyjny*	162	402	-60%	197	-18%	696	848	-18%
Saldo rezerw	-107	-374	-71%	-122	-12%	-467	-803	-42%
Zysk brutto	56	29	95%	76	-27%	231	47	-
Zysk netto	45	20	124%	56	-19%	174	35	-

Źródło: Kredyt Bank, DI BRE Banku; * przed kosztami rezerw



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

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

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

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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. Oczekiwanie 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: 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: 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.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, 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, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, 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, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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.