

26 lutego 2010

Komentarz specjalny


Banki

Polska

Marta Jeżewska
(48 22) 697 47 37
marta.jezewska@dibre.com.pl

BPH

BPHW.WA; BPH.PW

Wyniki pod znakiem rezerw

Obecna cena 76,95 PLN

Połączone BPH i GEMB miały stratę netto na poziomie 33 mln PLN w 4Q09. Na poziomie zysku brutto strata sięgała aż 50 mln PLN. Bank odnotował również spadek wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw w relacji do 3Q09 (z 235 mln PLN do 218 mln PLN). Wpływ na to miał wzrost kosztów (kończące się wydatki związane z restrukturyzacją, nasilenie się kosztów integracji m.in. ze względu na rebranding). Jednak o stracie netto w ostatnim kwartale u.br. zdecydowały bardzo wysokie odpisy na ryzyko kredytowe, które wyróżniają się na tle odpisów w pozostałych kwartałach ub. r. W skali całego roku bank miał 47 mln PLN zysku netto, co jednak jest efektem wyłącznie dodatniej efektywnej stopy podatkowej (efekt tarczy podatkowej, rozliczenia aktywa podatkowego z lat ubiegłych oraz pozytywnego wpływu z tytułu uczestnictwa w podatkowej grupie kapitałowej). Strata brutto w 2009 roku wyniosła 7 mln PLN. W skali całego roku największym problemem banku również były rezerwy. Poziom wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw obniżył się co prawda o 2%, jednak nie jest to wynik odbiegający od poziomu spadku w sektorze (zakładamy, że zysk operacyjny dla ośmiu pokrywanych przez nas banków spadnie w 2009 roku o 4%). Można go nawet wyróżnić na plus, gdyż zarówno poziom wydatków 2009 roku był podwyższony przez zdarzenia jednorazowe (łącznie 145 mln PLN), jak i poziom wyniku w 2008 roku zawierał niekontynuowane przychody (75 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych netto). W perspektywie najbliższego roku należy oczekiwać spadku kosztów działania (efekt bazy po restrukturyzacji), co poprawi wynik operacyjny. Wyniki oceniamy negatywnie ze względu na: (i) wysoki poziom kosztów ryzyka w połączonym banku, (ii) brak przyrostu nowych wolumenów co będzie wywierało presję na poziom przychodów w 2010 roku. Bank wyceniany jest obecnie na poziomie 1,4xBV'09 (1,7xTCE'09). Zysk netto w ubiegłym roku był symboliczny. Jednak aby wycena banku pod względem P/E'10 znajdowała się na poziomie mediany dla pozostałych pokrywanych przez nas banków dla sektora (14,8), bank musiałby pokazać zysk netto na poziomie ok. 400 mln PLN.

Zestawienie wyników

(mln PLN)	4Q08	3Q09	4Q09	Q/Q	R/R	3Q08s	3Q09s	R/R	2008	2009	R/R
Wynik odsetkowy	328	351	367	4,5%	11,8%	995	1 047	5,2%	1 323	1 415	6,9%
Wynik prowizyjny	210	192	191	-0,1%	-8,8%	585	574	-1,9%	795	766	-3,7%
Wynik handlowy	28	20	28	43,6%	-0,5%	76	61	-20,5%	105	89	-15,1%
WNDB	567	562	587	4,3%	3,6%	1 657	1 682	1,6%	2 223	2 269	2,1%
Inne przychody operacyjne netto	15	11	-8	-	-	72	1	-98,0%	87	-6	-
Przychody bankowe	582	573	579	1,1%	-0,5%	1 729	1 684	-2,6%	2 311	2 263	-2,1%
Koszty ogółem	-442	-338	-361	6,8%	-18,3%	-1 176	-1 219	3,6%	-1 618	-1 580	-2,4%
Wynik operacyjny przed rezerwami	140	235	218	-7,2%	55,8%	553	465	-15,9%	693	683	-1,4%
Saldo rezerw	-110	-161	-268	66,5%	144,2%	-174	-422	142,8%	-284	-690	143,3%
Zysk brutto	26	73	-50	-	-	379	43	-	409	-7	-
Podatek dochodowy	22	12	21	68,2%	-6,4%	-19	42	-	3	62	2282,1%
Udziały mniejszości	-2	-2	-3	56,6%	67,5%	-15	-5	-67,3%	-17	-8	-51,8%
Zysk netto	46	83	-33	-	-	345	80	-	395	47	-88,1%

Źródło: DI BRE Banku, BPH

Pozytywnie oceniamy wzrost wyniku odsetkowego netto w 4Q09. Wzrósł on o 4,5% w relacji do rezultatu 3Q09 i o aż 12% w relacji do 4Q08. Przyczyną był niższy koszt finansowania. Marża odsetkowa netto wzrosła do około 4,2% z 3,6% w 4Q08 (i z ok. 4% szacowanych dla 3Q09). Ze względu na brak szeregu danych za poprzednie kwartały marżę odsetkową netto kalkulujemy na podstawie stanów aktywów na koniec okresu sprawozdawczego (a nie na bazie średnich jak dla pozostałych banków). W przypadku marży dla 3Q09 przyjęliśmy sumę bilansową z końca 4Q09. Uważamy, że taki poziom marży odsetkowej będzie trudny do utrzymania w kolejnych kwartałach i wzrost wyniku odsetkowego może znaleźć się pod presją w przypadku braku wzrostu wolumenów w przyszłości. Uważamy, że potencjał do ograniczania kosztu finansowania nie będzie duży. Oczekujemy utrzymania się konkurencji o depozyty klientów. W przypadku BPH będzie to wzmocnione chęcią pozyskania udziałów rynkowych w nowych depozytach, gdyż zgodnie ze strategią banku, chce on zwiększać aktywność biznesową finansując się przy możliwie spadającym udziale finansowania hurtowego. Zatem wraz z zapadaniem kolejnych wolumenów starej bazy kredytowej, bank będzie zmniejszał dług hurtowy. Jednocześnie nowe środki z rynku hurtowego będą już pozyskiwane przy wyższym koszcie finansowania.

Wynik prowizyjny utrzymał się na niezmiennym poziomie w relacji do 3Q09 (191 mln PLN vs. 192 mln PLN w 3Q09). Niestety nie mamy danych nt. struktury wyniku prowizyjnego w 3Q09 dla połączonego banku i nie jesteśmy w stanie zidentyfikować ewentualnej zmiany struktury tej pozycji. Wynik ten okazał się również o 9% niższy niż rezultat zrealizowany w 4Q08 (dane porównywalne). Za spadek odpowiada przede wszystkim spadek wyniku z tytułu transakcyjnych różnic kursowych oraz znacznie mniejsze spadki w zakresie pośrednictwa sprzedaży ubezpieczeń oraz wzrost pozostałych kosztów prowizyjnych. In plus zapisał się dość istotny wzrost wyniku z tytułu sprzedaży kredytów i pożyczek, podczas gdy pozostałe linie nie zmieniły się istotnie w relacji do ostatniego kwartału ubiegłego roku.

Na uwagę zasługuje również ujemny wynik na poziomie pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych netto (-8 mln PLN) w samym 4Q09. Wpływ na niego mogło mieć szereg czynników, m.in. rewaluacja wyceny nieruchomości (podobnie jak w przypadku wyników ING BSK). W skali całego 2009 roku pozycja ta spadła do poziomu -6 mln PLN vs. 87 mln PLN w 2008 roku. Jednak poziom wyniku w 2008 roku został zawyżony przez przychody z tytułu outsourcingu (IT na rzecz Pekao) oraz związanych z rozliczeniem zakupu budynku na Marynarskiej (+19,4 mln PLN). Dodatkowo w ramach tej pozycji zaksięgowano również część wydatków związanych z restrukturyzacją. Uważamy, że ta pozycja w kolejnych kwartałach ustabilizuje się i nie będzie miała istotnego wpływu na poziom przychodów bankowych.

Koszty działania w 4Q09 sięgnęły 361 mln PLN (338 mln PLN w 3Q09 i aż 442 mln PLN w 4Q08). Wzrost z kwartału na kwartał to efekt intensyfikacji procesu integracji (rebranding). W całym 2009 roku koszty z tego tytułu sięgnęły 24,9 mln PLN, jednak nie mamy informacji ile z nich zostało poniesionych w ostatnim kwartale. Jednocześnie zakończono procesy restrukturyzacji. Choć z kwoty 120 mln PLN większość wydatków została poniesiona w pierwszej połowie 2009 roku (m.in. 85,6 mln PLN na odpisy dla zwalnianych pracowników – zatrudnienie spadło o ponad 1 tys. osób), ostatni kwartał również przyniósł wydatki w tym zakresie (optymalizacja sieci, ok. 16,5 mln PLN). W całym 2009 roku koszty wyniosły 1,58 mld PLN i spadły o 2,4% w relacji do wydatków w 2008 roku. Po wyłączeniu kosztów „jednorazowych” poziom kosztów wyniósłby 1,43 mld PLN (-11% R/R). Uważamy, że koszty integracji będą w 2010 roku obciążały bazę kosztową BPH. Jednak w świetle braku kolejnych rezerw restrukturyzacyjnych oraz wyższej bazy odniesienia (pełen roczny efekt oszczędności budowanych stopniowo w 2009 roku), oczekujemy spadku wydatków w 2010 roku. Uważamy, że w BPH będzie to jeden z głównych motorów wzrostu wyniku operacyjnego przed rezerwami.

Największym problemem banku były koszty ryzyka kredytowego. Rezerwy na poziomie 690 mln PLN stanowiły 2,3% kredytów netto w 2009. W samym 4Q09 odpisy były największe (268 mln PLN, 39% rocznego odpisu) i sięgnęły 3,7% portfela kredytów netto na koniec 2009. W 3Q09 odpisy sięgnęły 161 mln PLN (23% rocznego odpisu), a w całej 1H'09 261 mln PLN (38% rocznego odpisu). Widzimy rosnący trend w zakresie kosztów ryzyka w połączonym banku. Głównym problemem są kredyty gotówkowe (przede wszystkim sprzedawane w sieci GEMB). Uważamy, że będą one źródłem wysokich rezerw, które utrzymają się przynajmniej w całej 1H'10.

Odpisy w obszarze pozostałych kredytów detalicznych postrzegamy jako największe źródło ryzyka dla wyników kolejnych kwartałów w BPH. Kredyty te stanowią aż 32% kredytów brutto, aż 10 mld PLN. Szacujemy, że wskaźnik kredytów zagrożonych w tym obszarze sięgał około 18% na koniec 2009 roku. W ciągu roku bank utworzył około 518 mln PLN rezerw z tego tytułu (5,1% średniej wartości portfela kredytów brutto). Przyjmując, że w przypadku tego rodzaju kredytów, tworzy się rezerwę na większość ekspozycji (zakładamy 90%), przyrost należności nieregularnych w tym zakresie wyniósł ok. 0,58 mld PLN i naszym zdaniem odpowiadał za ponad połowę przyrostu portfela należności nieregularnych ogółem (wzrost o 1 mld PLN w 2009 roku). Istotna część sprzedaży w tym obszarze odbywała się przez sieć dawnego GEMB. Uważamy, że portfel ten może być źródłem dalszych, wysokich kosztów ryzyka w całym 2010 roku. Oczekujemy nasilenia się odpisów w tym zakresie w 1H'10. Ograniczy to potencjał banku do obniżenia odpisów na ryzyko kredytowe w 2010 roku.

Poza „pozostałymi kredytami detalicznymi”, bank odpisał również 48 mln PLN z tytułu pogorszenia się jakości kredytów mieszkaniowych (0,3% średniej wartości portfela kredytów brutto) oraz około 124 mln PLN łącznie na kredyty w obszarze korporacji i MSP (2,8%). Uważamy, że skala odpisów w zakresie kredytów korporacyjnych ma potencjał do spadku na bazie poprawiającej się koniunktury, jednak na skutek osłabienia na rynku pracy oraz „dojrzwania” portfeli kredytów mieszkaniowych oczekujemy wzrostu kosztów ryzyka w tym obszarze. Uważamy, że obie pozycje mają znacznie mniejszy wpływ na poziom odpisów. Dominującym czynnikiem były kredyty detaliczne w 2009 roku, i naszym zdaniem nie zmieni się to również w tym.

Kredyty nieregularne/ kredyty brutto

Portfel kredytów brutto – struktura

	2008	2009	(mld PLN)	2008	2009
Kredyty detaliczne, w tym:	5,0%	8,1%	Kredyty detaliczne w tym:	27,2	26,3
Pozostałe kredyty detaliczne	b.d.	17,9%*	Pozostałe kredyty detaliczne	10,2	10,0
Kredyty mieszkaniowe	b.d.	2,1%	Kredyty mieszkaniowe	17,0	16,3
Kredyty dla MSP	8,5%	12,5%	Kredyty dla MSP	2,7	3,3
Kredyty dla firm	0,0%	3,7%	Kredyty dla firm	1,3	1,6
RAZEM	5,0%	8,3%	RAZEM	31,2	31,2

Źródło: DI BRE Banku, BPH

* szacunki DI BRE na podst. kredytów brutto oraz danych nt. jakości innych kategorii kredytów detalicznych

Wolumeny nie zmieniły się praktycznie w relacji do końca 2008 roku. Portfel kredytów netto spadł o 2% w skali roku, za co odpowiada wzrost poziomu rezerw. Na poziomie kredytów brutto nie nastąpiła praktycznie żadna zmiana (portfel na poziomie 31,2 mld PLN). W strukturze widzimy niewielki spadek portfela kredytów brutto dla klientów detalicznych (efekt spadku portfela kredytów mieszkaniowych), przy umiarkowanych przyrostach wolumenów kredytów dla MSP i korporacji. W dalszym ciągu to segment detaliczny jest dominującym w portfelu kredytów, odpowiadając za 84% kredytów brutto. Depozyty również nie zmieniły się istotnie w relacji do końca 2008 roku. Utrzymanie portfela depozytów na niezmiennym poziomie bank zawdzięcza pozyskiwaniu nowych klientów korporacyjnych i wolumenów ich depozytów. Portfel depozytów dla segmentu MSP znalazł się pod presją (a ze względu na niską bazę odniesienia zanotował największą dynamikę spadkową), jednak największe ubytki wolumenu depozytów odnotowano w obszarze klientów detalicznych.

Wolumeny

(mld PLN)	2008	2009	R/R
Kredyty	29 742	29 096	-2,2%
Depozyty	10 317	10 125	-1,9%
Środki pozyskane z innych instytucji	17 221	17 213	0,0%
Pożyczki podporządkowane	674	374	0,0%
Kapitały własne	4 359	4 384	0,6%
Aktywa	36 678	36 678	0,0%

Źródło: DI BRE Banku, BPH

Portfel depozytów

(mld PLN)	2008	2009	R/R
MSP	2 063	1 620	-21,5%
Klienci detaliczni	7 016	6 176	-12,0%
Korporacje	1 238	2 329	88,1%
RAZEM	10 317	10 125	-1,9%



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:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 stanowił 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, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, LW Bogdanka.

Assesco 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.