7 lutego 2011

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Banki

Polska

Handlowy

BAHA.WA; BHW PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

Prognoza wyników za 4Q 2010

Obecna cena: 94,9 PLN; Cena docelowa: 94,0 PLN

Spodziewamy się zysku netto za 4Q 2010 na poziomie 176 mln PLN. Chociaż prognozujemy spadek Q/Q salda rezerw, w naszej opinii wynik netto spadnie o 16% Q/Q. Wynika to z oczekiwanego 7% spadku Q/Q przychodów ogółem. Uważamy, że tylko wynik prowizyjny dostarczy pozytywną dynamikę Q/Q dzięki silnemu wynikowi na kartach. Oczekujemy spadku 1) wyniku odsetkowego związanego z sezonowym kurczeniem się portfela kredytów korporacyjnych, 2) wyniku handlowego z powodu rosnących rentowności obligacji oraz 3) wyniku na pozostałej działalności operacyjnej zaniżonego przez rezerwę w leasingu. Na naszej prognozie zysku netto na 2011 w wysokości 903 mln PLN, +23% R/R, Handlowy jest notowany na 13,7x P/E, na równi ze średnią dla spółek porównywalnych.

Prognozujemy zysk netto w wysokości 176 mln PLN, -16% Q/Q

W czwartek, 10 lutego, Handlowy zaraportuje szacunkowe wyniki finansowe za 4Q 2010. Chociaż prognozujemy dalszy spadek Q/Q salda rezerw, bardzo wysoka baza wyniku handlowego z 3Q w przeważającej części stoi za oczekiwanym spadkiem zysku netto o 16% Q/Q do 176 mln PLN. Zwracamy uwagę, że nasza prognoza uwzględnia 10 mln PLN rezerwy na działalność w leasingu.

Oczekujemy spadku przychodów Q/Q z powodu słabego wyniku handlowego

Za prognozowany 7% spadek Q/Q przychodów ogółem w przeważającej części odpowiada oczekiwany uszczerbek w wyniku handlowym, (-31% Q/Q lub –36 mln PLN Q/Q do 81 mln PLN). Przez pierwsze dziewięć miesięcy 2010 bank systematycznie sprzedał z zyskiem portfele papierów dłużnych czemu sprzyjało środowisko niskich rentowności obligacji. Ponieważ sytuacja zmieniła się w 4Q kiedy rentowności rosły (o odpowiednio 55pb., 42pb. i 27pb. Q/Q dla obligacji 10-, 5- i 3-letnich) nie zakładamy dodatkowych przychodów z tego tytułu. Ponadto, przy prognozowanej sezonowej presji na saldo kredytów (w szczególności na kredytów korporacyjnych) oczekujemy 2% spadku Q/Q co przełoży się na spadek wyniku odsetkowego do 370 mln PLN. W końcu, spodziewamy się negatywnego salda pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych, gdzie zakładamy 10 mln PLN rezerwy na refakturowanie ubezpieczeń w leasingu. W naszej opinii wynik prowizyjny będzie jedyną linią przychodową z pozytywną dynamiką Q/Q. Oczekujemy wzrostu o 5% Q/Q do 172 mln PLN wspartego prowizjami z tytułu kart.

Koszty będą utrzymane pod kontrolą

Spodziewamy się, że koszty operacyjne zostaną utrzymane pod kontrolą i prognozujemy tylko marginalny wzrost Q/Q o 1% do 349 mln PLN. Chociaż prognozujemy 4% wzrost Q/Q kosztów rzeczowych w związku z większymi wydatkami marketingowymi, uważamy, że zostanie on prawie w całości zrekompensowany spadkiem kosztów osobowych o 3% Q/Q.

Spodziewamy się dalszego spadku salda rezerw

Prognozujemy 53 mln PLN salda rezerw, czyli -16% lub -10 mln PLN Q/Q. W konsekwencji oczekujemy, że koszt ryzyka poprawi się o 35pb. Q/Q do 185pb. Spodziewamy się przede wszystkim niższych rezerw na portfel kredytów detalicznych. Ponadto nie możemy wykluczyć, że po tym jak od 4Q 2009 wartość kredytów z utratą wartości w portfelu korporacyjnym systematycznie spada, bank rozwiąże część rezerw w tym segmencie.

Prognoza wyników za 4Q 2010

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana R/R	IIIQ2010	zmiana Q/Q	2010P	2009	zmiana
Wynik odsetkowy	370	355	*4%*	379	*-2%*	1 496	1 505	*-1%*
Marża odsetkowa	*3,79%*	*3,74%*		*3,80%*		*3,92%*	*3,75%*	
Wynik prowizyjny	172	149	*16%*	164	*5%*	651	556	*17%*
WNDB	624	606	*3%*	660	*-6%*	2 569	2 418	*6%*
Koszty operacyjne	-349	-323	*8%*	-348	*1%*	-1 372	-1 379	*0%*
Wynik operacyjny*	271	296	*-8%*	319	*-15%*	1 203	1 201	*0%*
Saldo rezerw	-53	-157	*-66%*	-63	*-16%*	-282	-546	*-48%*
Zysk brutto	218	139	*57%*	257	*-15%*	921	655	*41%*
Zysk netto	176	102	*74%*	211	*-16%*	736	504	*46%*

*Źródło: Handlowy, DI BRE Banku; * przed kosztami rezerw*

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

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 Kliszcz 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

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

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

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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. 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: 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.