

10 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Banki**

Polska

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

**ING BSK**

SLAS.WA; BSK.PW

Wyniki 3Q09

**Akumuluj**

(Niezmieniona)

**Obecna cena 688,0 PLN, Cena docelowa 696,0 PLN**

Wynik netto na poziomie 211 mln PLN był nieznacznie lepszy od naszych oczekiwań (203 mln PLN) i konsensusu rynkowego (192 mln PLN, PAP). Przy solidnym poziomie przychodów (wzrost aż o 14% R/R, jeden z najlepszych banków w sektorze), koszty działania zostały utrzymane pod ścisłą kontrolą (-2,4% R/R, zgodne z naszymi oczekiwaniami). Wynik operacyjny przed rezerwami był na poziomie 301 mln PLN i był aż o 51% wyższy R/R. Okazał się jednak poniżej naszej prognozy na poziomie 315 mln PLN. W 3Q09 bank zaksięgował w wyniku odpisy z tytułu klientowskich instrumentów pochodnych (-26 mln PLN w 3Q09). Nasza prognoza uwzględniała odpisy z tego tytułu w saldzie rezerw. Narastająco od początku roku poziom wyniku operacyjnego zwiększył się o 25%, co jest najlepszym wynikiem spośród wszystkich raportujących jak dotąd banków. Poziom wolumenów utrzymał się na stabilnym poziomie Q/Q. Jednocześnie bardzo agresywnie bank zwiększał portfel kredytów, aż o 32% R/R. Suma bilansowa nie zmieniła się R/R, podczas gdy portfel depozytów spadł o 9% R/R. Bank istotnie zmienił strukturę bilansu (wzrost udziału kredytów w aktywach z 33% do 45%, kredyty/depozyty do 57%), co pozwoliło mu uzyskać świetny wynik odsetkowy i poprawić marżę do poziomu 2,4%. Wyniki były bardzo solidne, jednak zgodne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywny wpływ na nie miało również kilka czynników jednorazowych (sprzedaż portfela należności nieregularnych, ugoda z PKM Duda). Wyniki nie różniły się jednak istotnie od naszych oczekiwań przedstawionych w raporcie analitycznym na temat ING BSK z 30 października.

**Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami**

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy	386	1,2%	391	31,5%	298	1 067	-0,4%	1072	26,4%	848
Wynik prowizyjny	242	1,6%	246	7,9%	228	680	-0,6%	684	5,1%	651
NIM	2,4%		2,4%		1,9%	2,1%		2,1%		1,8%
WNDB	702	-1,8%	689	13,8%	605	1 918	0,7%	1905	6,5%	1788
Koszty działania	-391	0,5%	-393	-2,4%	-403	-1 136	-0,2%	-1138	-1,2%	-1152
Wynik operacyjny*	315	-4,3%	301	50,8%	200	797	1,7%	783	25,4%	624
Saldo rezerw	-73	-25,8%	-54	652,5%	-7	-249	8,2%	-230	-552,1%	51
Zysk brutto	254	1,1%	257	25,1%	205	586	-0,5%	589	-17,6%	714
Zysk netto	203	3,6%	211	26,3%	167	467	-1,6%	474	-17,4%	574

Źródło: DI BRE Banku, ING BSK

\* przed kosztami rezerw

**Wyniki**

Wynik odsetkowy i wynik prowizyjny były niespełna o 2% powyżej naszych oczekiwań. Na wyróżnienie zasługuje bardzo dobre zachowanie się wyniku odsetkowego. Zgodnie z tym co pisaliśmy w ostatnim raporcie analitycznym nt. ING BSK, istotna zmiana struktury aktywów, pozwoliła na istotną poprawę marży odsetkowej. Jednocześnie bank utrzymuje bardzo duży zapas płynności (kredyty/depozyty 57%). Wynik handlowy był o 22 mln PLN poniżej naszych oczekiwań, na co wpływ miało zaksięgowanie w nim odpisów na opcje. Łącznie w 3Q09 ujemne korekty wyniku z tego tytułu sięgnęły 26 mln PLN. Tę pozycję uwzględniliśmy w odpisach na ryzyko kredytowe.

Koszty działania były zgodne z oczekiwaniami zarówno pod względem struktury jak i poziomu. Wskaźnik koszty/dochody znalazł się na poziomie 57% (podobnie jak w 3Q09). Poprawił się istotnie R/R, gdyż wynosił 67%. Źródłem poprawy wyniku operacyjnego przed rezerwami jest zatem bardzo dobry i rosnący poziom przychodów.

Saldo rezerw było znacznie poniżej naszych oczekiwań i sięgnęło 54 mln PLN (75 pb), jednak wpływ na to miały zdarzenia jednorazowe. Oczekiwaliśmy odpisów na poziomie 1%, ale uwzględniających również korektę klientowskich transakcji walutowych (ok. 20 mln PLN). Po przeniesieniu odpisów z tego tytułu saldo rezerw byłoby zgodne naszymi oczekiwaniami. Następnie należy włączyć jeszcze wpływ zdarzeń jednorazowych na poziom odpisów (3,7 mln z tytułu sprzedaży portfela i 10,9 mln PLN z tytułu rozwiązania rezerwy na należności PKM Duda). Po wyłączeniu tych zdarzeń i uwzględnieniu odpisów na opcje koszty ryzyka sięgnęłyby 95 mln PLN (69 mln PLN bez opcji). Uważamy, że odpisy wzrosną w 4Q09. Jest to uwzględnione w naszej prognozie.

**Zdarzenia jednorazowe**

9 lipca bank sfinalizował umowę sprzedaży portfela należności nieregularnych (wolumen 217 mln PLN), co miało 5,7 mln PLN pozytywnego wpływu na zysk brutto. O 3,7 mln PLN obniżyło to poziom salda rezerw i o 2 mln PLN podniosło wynik prowizyjny. Restrukturyzacja zadłużenia PKM Duda doprowadziła do odnotowania zysku brutto na poziomie 7,6 mln PLN, z czego rozwiązano 10,9 mln PLN rezerw, jednocześnie korygując wynik odsetkowy o 3,3 mln PLN. Łączny wpływ brutto tych

zdarzeń sięgnął 13,3 mln PLN (szacowany wpływ na zysk netto ok. 11 mln PLN). Po ich wyłączeniu wynik byłby bardzo zbliżony do naszej prognozy (211 mln PLN vs. prognoza 203 mln PLN).

### Wolumeny

In plus postrzegamy jakość aktywów w banku, która w dalszym ciągu utrzymuje się znacznie poniżej średnich dla rynku. Wskaźnik NPL/Kredyty brutto spadł do poziomu 3,8% z 4,1% kwartał wcześniej, na skutek sprzedaży portfela należności nieregularnych (217 mln PLN). Jednocześnie w ciągu kwartału poprawiły się wskaźniki pokrycia (z 59,9% do 66,3%). Spadek NPL nastąpił przede wszystkim w obszarze korporacyjnym, gdzie częściowo obok sprzedaży portfela wpływ na to miał spadek NPL z tytułu walutowych instrumentów pochodnych. W segmencie detalicznym poziom NPL był stabilny Q/Q. Przedstawiciele ING BSK poinformowali jednak, że bank nie ma planów sprzedaży dużych portfeli przeterminowanych kredytów.

Po stronie kredytów bank dalej aktywnie kredytuje gospodarstwa domowe (wzrost o 6% Q.Q, aż 34% R/R), umiarkowanie rozwija portfel kredytów korporacyjnych (-2% Q/Q, +4% R/R) i utrzymuje istotnie większą ekspozycję na samorządy (+23% Q/Q, +76% R/R). Po stronie depozytów widać odpływ depozytów detalicznych będących skutkiem nieuczestniczenia w wojnie depozytowej (-1% Q,Q i -10% R/R), choć tempo spadku jest coraz niższe. Jednocześnie bank odnotował znaczny napływ środków korporacyjnych (+9,5% Q/Q). Suma bilansowa w dalszym ciągu daje bankowi potencjał do rozwoju portfela kredytów bez konieczności sięgania po nowe źródła finansowania (kredyty/depozyty 57%).

### Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	18 040	20 386	22 002	25 743	29 040	29 269	29 050	-0,7%	32,0%
Depozyty	45 312	47 591	51 269	47 067	46 462	45 732	46 481	1,6%	-9,3%
Suma bilansowa	60 234	60 527	65 277	69 610	68 206	64 516	64 256	-0,4%	-1,6%
Wyniki odsetkowy netto	263	288	298	304	310	371	391	5,3%	31,5%
Wynik prowizyjny	207	215	228	239	204	234	246	5,2%	7,9%
Wynik handlowy	94	116	79	-270	36	61	51	-16,6%	-35,4%
WNDB	564	619	605	272	550	667	689	3,3%	13,8%
Pozostałe przychody operacyjne netto	4	-12	-3	38	7	4	5	33,2%	n.a.
Przychody bankowe	568	607	602	310	557	671	694	3,4%	15,2%
Koszty ogółem	-364	-385	-403	-355	-362	-384	-393	2,4%	-2,4%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	203	222	200	-44	195	287	301	4,8%	50,8%
Saldo rezerw	0	59	-7	-116	-102	-74	-54	-26,4%	652,5%
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	12	14	13	9	10	16	10	-33,1%	-20,1%
Zysk brutto	214	295	205	-151	103	229	257	12,3%	25,1%
Podatek dochodowy	-41	-61	-38	22	-22	-46	-46	0,5%	20,3%
Zysk netto	174	234	167	-129	81	183	211	15,3%	26,3%

Źródło: DI BRE Banku, ING BSK

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

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

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 księgową

**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 księgową) - 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, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

*DI BRE Banku S.A.* otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

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