



13 listopada 2009

Komentarz specjalny



Banki

Polska

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

Kredyt Bank

BKRE.WA; KRB.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki 3Q09

Obecna cena 11,59 PLN, Cena docelowa 11,76 PLN

Wynik netto na poziomie 10 mln PLN okazał się niższy od naszej prognozy (17 mln PLN) i konsensusu rynkowego (22 mln PLN). Wpływ na to miało znacznie wyższe niż zakładane przez nas saldo rezerw (156 mln PLN vs. nasza prognoza 125 mln PLN i oczekiwania rynku 129 mln PLN). Na poziomie wyniku operacyjnego przed rezerwami wynik okazał się o 17% wyższy od naszych prognoz. Różnica procentowo jest znaczna, ale wynika z efektu niskiej bazy i ten rezultat bank zawdzięcza tylko znacznie wyższym pozostałym przychodom operacyjnym netto (22 mln PLN vs. prognoza 5 mln PLN). Na poziomie wyniku na działalności bankowej wynik był zgodny z prognozą zarówno pod względem poziomu jak i struktury. Koszty działania również w sposób nieistotny odbiegały od prognoz. Współczynnik wypłacalności grupy Kredyt Banku sięgał 11,36%. Poprawił się w relacji do 1H09 (10,78%), w związku ze spadkiem aktywów ważonych ryzykiem. Wyniki oceniamy neutralnie ze względu na: (i) zgodne z oczekiwaniami zachowanie się głównych pozycji wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw, który jednocześnie wzrósł o 25% Q/Q, (ii) niską prognozę wyniku na cały rok. Czynnikiem ryzyka dla kolejnych kwartałów są odpisy na ryzyko kredytowe. Nie widzimy obecnie podstaw, aby istotnie zmienić naszą ocenę Kredyt Banku.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy	271	-0,1%	271	-1,3%	274	787	0,0%	787	2,5%	768
Wynik prowizyjny	81	1,0%	82	7,8%	76	227	0,4%	228	3,8%	220
NIM	2,7%		2,7%		3,5%	2,6%		2,6%		3,4%
WNDB	388	1,9%	395	-8,6%	432	1 141	0,6%	1 148	-1,7%	1 169
Koszty działania	-247	-0,7%	-245	-8,8%	-269	-765	-0,2%	-763	-5,1%	-805
Wynik operacyjny*	146	17,4%	172	-6,0%	182	421	6,1%	446	10,4%	404
Saldo rezerw	-125	25,6%	-156	322,3%	-37	-398	8,0%	-430	513,2%	-70
Zysk brutto	22	-25,8%	16	-89,0%	145	24	-23,6%	18	-94,6%	333
Zysk netto	17	-40,0%	10	-91,0%	115	21	-32,4%	14	-94,5%	260

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank

* przed kosztami rezerw

Na poziomie przychodów nie widzimy istotnych zaskoczeń. Zgodnie z oczekiwaniami wynik prowizyjny zaczął konsekwentnie się poprawiać, a stoi za tym przede wszystkim poprawa przychodów z tytułu transakcji depozytowych, kart płatniczych, bankomatów i kart kredytowych. Zmiany są pozytywne, jednak w dalszym ciągu uważamy, że ta linia przychodów reprezentuje największy potencjał wzrostu w przyszłości (wynik prowizyjny do aktywów na poziomie poniżej 1%). Wynik handlowy był zgodny z naszymi prognozami, jednak uwzględniono odwrócenie ujemnej wyceny instrumentów pochodnych dokonanej we wcześniejszych kwartałach. Wynik ten jest znacznie niższy niż jeszcze przed rokiem, ze względu na zaprzestanie sprzedaży kredytów walutowych. Jednocześnie jest on znacznie wyższy niż rezultat poprzedniego kwartału (w 2Q09 dokonano ujemnej wyceny instrumentów na kwotę -19,4 mln PLN).

Koszty działania były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Koszty pracownicze wzrosły nieznacznie z kwartału na kwartał (ze 106 do 109 mln PLN, wahania kwartalne), jednak w relacji do poprzedniego roku spadły znacznie (125 mln PLN w 3Q08). Wynika to z przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia, w ramach której od początku br. zwolniono już 817 osób (z tego kolejne 304 w 3Q09). Koszty rzeczowe sięgnęły poziomu 108 mln PLN (113 mln PLN kwartał wcześniej), a głównym czynnikiem były wydatki reklamowe (spadek o 2,4 mln PLN Q/Q). Pozostałe pozycje wydatków również były pod kontrolą, wykazując mniejsze skale spadków (m.in. spadły koszty najmu w wyniku restrukturyzacji sieci zatrudnienia i umocnienia się złotówki). Można oczekiwać postępującego procesu restrukturyzacji sieci w kolejnych kwartałach, co będzie miało pozytywne przełożenie na utrzymanie kosztów rzeczowych w ryzach. Jednak uważamy, że część wydatków będzie musiała zostać zwiększona w kolejnym roku (np. Reklama, która narastająco w roku została ograniczona o 57%).

Portfel NPL

Poziom należności nieregularnych wzrósł do poziomu 6,7%, z 5,7% kwartał wcześniej. Jednocześnie poziom pokrycia należności rezerwami nie zmienił się (59,4%). Analizując saldo rezerw widzimy, że odpisy dotyczyły głównie kredytów detalicznych, gdzie rezerwy tworzone są na większość ekspozycji kredytowej (kredyty bez zabezpieczeń). Segment consumer finance to główny problem banku, skala odpisów w tym zakresie wyniosła ponad 106 mln PLN (prawie 80 mln PLN w 2Q09, 71 mln PLN w 1Q09). Niepokoi nas fakt, że poziom rezerw ciągle rośnie z kwartału na kwartał. Widać również wzrost rezerw w obszarze kredytów detalicznych (ponad 28 mln PLN w 3Q09 vs. 15 mln PLN w 2Q09 i niespełna 6 mln PLN w 1Q09). Wiąże się to jednak ze starzeniem się portfela kredytów mieszkaniowych oraz rosnącą skalą działania w obszarze kredytów gotówkowych w banku. Odpisy na kredyty korporacyjne sięgnęły 17 mln PLN. Po wyłączeniu z nich odwrócenia rezerwy na instrumenty pochodne (+19 mln PLN), odpisy w segmencie korporacyjnym wyniosłyby 38 mln PLN.

Analiza salda rezerw

(mln PLN)	segment detaliczny i consumer finance	segment korporacyjny	pozostałe	RAZEM
1Q08	-39	6	4	-29
2Q08	-13	-24	32	-4
3Q08	-61	25	-1	-37
4Q08	-54	-38	55	-38
1Q09	-76	-104	-4	-184
2Q09	-94	1	4	-89
3Q09	-135	-17	-4	-156
(mln PLN)	segment detaliczny i consumer finance	segment korporacyjny	pozostałe	RAZEM
1Q08	10 746	8284	n.d.	19 030
2Q08	12 050	8073	n.d.	20 123
3Q08	14 269	8616	n.d.	22 885
4Q08	18 244	9417	n.d.	27 661
1Q09	19 948	9879	n.d.	29 827
2Q09	19 682	9298	n.d.	28 980
3Q09	19 466	8337	n.d.	27 803
(mln PLN)	segment detaliczny i consumer finance	segment korporacyjny	pozostałe	RAZEM
1Q08	-1,54%	0,32%	n.d.	-0,63%
2Q08	-0,44%	-1,17%	n.d.	-0,09%
3Q08	-1,86%	1,20%	n.d.	-0,69%
4Q08	-1,34%	-1,71%	n.d.	-0,60%
1Q09	-1,60%	-4,31%	n.d.	-2,56%
2Q09	-1,91%	0,05%	n.d.	-1,21%
3Q09	-2,75%	-0,79%	n.d.	-2,20%

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank

Neutralnie postrzegamy sytuację w zakresie depozytów. Spadły one o 5% z kwartału na kwartał, na skutek spadku portfela produktu Warta Gwarancja i depozytów korporacyjnych. Pozytywne trendy obserwowane są w obszarze depozytów detalicznych, gdzie zauważalny był przyrost wolumenu na rachunkach bieżących (uwzględnia to również saldo rachunku oszczędnościowego). Wolumen rach. bieżących w segmencie detalicznym wzrósł o prawie 1,9 mld PLN w ciągu kwartału.

Struktura portfela depozytów

(mln PLN)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Detaliczne	11 361	11 161	10 375	12 518	13 436	13 709
Korporacyjne	7 177	7 624	8 083	7 769	7 784	7 340
Warta Gwarancja	801	1 422	1 817	1 912	1 150	936
Razem	19 339	20 207	20 275	22 199	22 370	21 985

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank

Umocnienie złotówki i znacznie niższa niż przed rokiem akcja kredytowa w segmencie detalicznym (w segmencie korporacyjnym bank był jeszcze mniej aktywny) doprowadziły do spadku portfela kredytów o prawie 5% Q/Q. Spowodowało, że wskaźnik kredyty/depozyty spadł ze 125% do 121% z kwartału na kwartał. Oczekujemy, że bank do końca roku nie zwiększy istotnie wolumenów sprzedaży produktów (w 3Q09 sprzedano 366 mln PLN kredytów ratałnych i gotówkowych z naciskiem na sprzedaż poprzez sieć Kredyt Banku, a nie Żagiel oraz 307 mln PLN kredytów hipotecznych).

Struktura portfela kredytów brutto

(mln PLN)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Detaliczne	12 050	14 269	18 244	19 948	19 682	19 466
Korporacyjne	8 073	8 616	9 417	9 879	9 298	8 337
Razem	20 123	22 885	27 661	29 827	28 980	27 803

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	18 174	19 288	22 022	26 733	28 768	27 885	26 573	-4,7%	20,7%
Depozyty	18 586	19 339	20 207	20 275	22 199	22 370	21 985	-1,7%	8,8%
Aktywa	29 208	30 189	33 368	38 731	42 115	41 102	38 755	-5,7%	16,1%
Wynik odsetkowy netto	243	250	274	292	247	269	271	0,7%	-1,3%
Wynik z tytułu prowizji	71	73	76	73	72	74	82	11,5%	7,8%
Wynik handlowy	45	55	82	51	73	18	42	132,3%	-48,2%
Wynik na działalności bankowej	359	377	432	417	392	361	395	9,5%	-8,6%
Pozostałe przychody operacyjne netto	14	7	19	10	15	25	22	-11,4%	13,2%
Przychody bankowe ogółem	373	385	451	427	407	385	417	8,2%	-7,6%
Koszty działania i amortyzacja	-248	-288	-269	-300	-270	-248	-245	-1,0%	-8,8%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	125	97	182	127	137	137	172	24,9%	-6,0%
Saldo rezerw	-24	-9	-37	-38	-184	-89	-156	75,7%	322,3%
Zysk brutto	100	88	145	88	-47	49	16	-67,1%	-89,0%
Podatek dochodowy	-25	-18	-30	-23	10	-8	-6	-31,0%	-81,1%
Zysk netto	75	70	115	65	-37	41	10	-74,4%	-91,0%

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliscz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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, Mondy, 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, Cegielnia Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, 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.