

5 marca 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

P/E'09 28,5
P/E'10 13,2
WIG Banki 2 665

Sektor bankowy

Zapiąć pasy, samolot startuje

	Cena*	9MTP	zmiana*
BZ WBK	69,0	101,8	47,5%
Handlowy	34,0	36,9	8,6%
ING BSK	182,1	273,3	50,1%
Kredyt Bank	4,9	4,1	-17,0%
Millennium	1,4	1,7	20,0%
Pekao	76,8	129,9	69,2%
PKO BP	19,4	29,6	52,6%

* ceny zamknięcia 03.03.09

	9MTP	Rekomendacja
BZ WBK	101,8	Kupuj
Handlowy	36,9	Akumuluj
ING BSK	273,3	Kupuj
Kredyt Bank	4,1	Sprzedaj
Millennium	1,7	Kupuj
Pekao	129,9	Kupuj
PKO BP	29,6	Kupuj

Zakładamy negatywny scenariusz dla sektora bankowego w 2009 roku (PKB 0%). Zyski banków spadną o 2/3 w relacji do 2008 roku. Zarządy banków są bardziej optymistyczne w zakresie perspektyw spadku wyniku (prezes BZ WBK oczekuje spadku zysku netto banku o mniej niż 1/3 w 2009 roku). Uważamy, że obecne wyceny rynkowe zdyskontowały już negatywny scenariusz: wysoki koszt finansowania (ujemny spread depozytowy na nowej sprzedaży, koszty ryzyka ponad 2%, spadek wyników operacyjnych przed rezerwami o ponad 20% R/R). Aktywa/kapitały dla sektora to 12,7 dla banków giełdowych 10,4, dla krajów strefy Euro 18. Uważamy, że w Polsce nie ma konieczności delewarowania kapitałów. Rynek nie dyskontuje perspektyw wzrostu sektora, którego aktywa stanowią 83% PKB (kraje strefy euro 315%, kraje regionu 110%). Relatywna alokacja w sektorze: Przeważają duże banki (Pekao, PKO BP) nad mniejszymi (Kredyt Bank, Millennium), kieruj się dywidendą (Bank Handlowy, opcjonalnie Pekao — brak rekomendacji zarządu), wybieraj banki o płynnych bilansach (ING BSK, Bank Handlowy, BZ WBK, Pekao, PKO BP), z konserwatywnym podejściem do ryzyka kredytowego w okresie ostatniego boom'u kredytowego (Pekao, ING BSK). Naszym top pick jest Pekao, spełniający większość z wyżej wymienionych kryteriów. Preferujemy również PKO BP, BZ WBK, ING BSK i Bank Handlowy. Ze względu na duże ryzyko związane z inwestycją w mniejsze banki (o gospodarce możemy rozmawiać w sferze scenariuszy, a nie dominującego konsensusu prognoz rynkowych), odkładamy decyzję o zaangażowaniu się w Bank Millennium do czasu wyklarowania się sytuacji. Zalecamy sprzedaż walorów Kredyt Banku.

Ekspozycja na zagranicę

Zagraniczni inwestorzy strategiczni są udziałowcami i dostawcami długu podporządkowanego, jednak ekspozycja na pozostałe (mobilne) źródła finansowania hurtowego jest ograniczona poza Kredyt Bankiem i Bankiem Millennium. Relacja kredyty/depozyty banków pokrywanych przez nas wynosi 90%, (sektor 120%). Są to największe banki w Polsce, które są w stanie funkcjonować przy bieżącym poziomie kapitałów własnych. Ryzyko dla sektora generowane jest przez mniejsze podmioty znajdujące się często poza obrotem giełdowym, które nie mają infrastruktury do zbierania depozytów. Aktywa zagraniczne netto stanowią niespełna 6% aktywów ogółem. Pakiet strategiczny Millennium w rękach BCP wyceniany jest na 166 mln EUR. Alior Bank na start dostał 400 mln EUR. Jednak Millennium jest jednym z wiodących polskich banków, z silną marką, udziałem w rynku ponad 5%, siecią 500 placówek. Koszt stworzenia takiego podmiotu znacznie przekracza obecną wycenę.

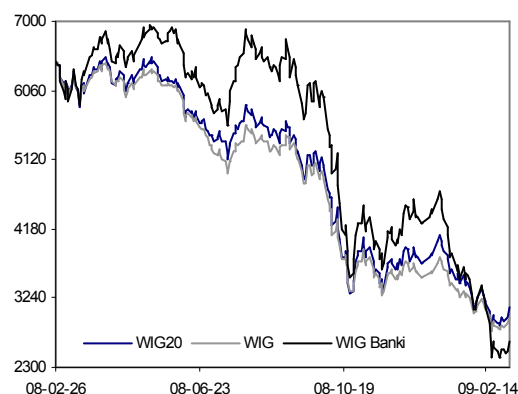
Polska na tle regionu

Relacja kredyty/depozyty dla sektora wynosi 120%, a kredyty/(depozyty + kapitały) 103%. Oczekujemy wzrostu poziomu kapitałów (brak dywidend, sektor notuje zysk netto w 2009 roku). Utrzymuje płynność, wspomaganą przez ruchy nadzorczy i NBP (m.in. wykup obligacji i obniżenie rezerwy obowiązkowej przez NBP). Sytuacja w regionie jest gorsza: kredyty/depozyty 125%, aktywa/PKB 110%. Udział kredytów walutowych w Polsce wynosi 33%, w krajach regionu ok. 61%.

Koszty ryzyka

Zakładamy 2,2% odpisów na portfelu kredytów netto. W relacji do 2,5 - 3,5% w latach 2001 - 2003 są to bardzo konserwatywne poziomy. Portfel kredytów hipotecznych obecnie to ponad 200 mld PLN (32% portfela). W latach 2002 - 2003 15 - 30 mld PLN. Portfel kredytów gospodarstw domowych jest dzięki temu lepiej zabezpieczony. Kredyty/depozyty w segmencie przedsiębiorstw to obecnie 149%, w latach 2001 - 2003: 200 - 250%. Zadłużenie netto przedsiębiorstw (kredyty - depozyty) do PKB to 6%, w 2000 roku wynosił 10%.

Kurs akcji WIG Banki na tle WIG i WIG 20


Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Podsumowanie

Polski sektor bankowy nie jest samotną wyspą, jednak skala uzależnienia od rynków zagranicznych jest ograniczona. Uważamy, że spadek wyników banków (o 2/3) uwzględniony w naszym scenariuszu bazowym (zerowy lub lekko ujemny wzrost PKB), wywołany tymi czynnikami został zdyskontowany przez obecne wyceny rynkowe. Zagrożenie dla stabilności funkcjonowania banków notowanych na GPW pojawia się w przypadku realizacji negatywnego scenariusza dla gospodarki polskiej (ujemne PKB, -2%).

Niezależnie od przyjętego scenariusza, na negatywne skutki głębokiego spowolnienia gospodarczego bardziej narażone są małe banki giełdowe (Kredyt Bank i Millennium). Największe banki (Pekao i PKO BP) są najlepiej przygotowane na przeciwstawienie się potencjalnym zagrożeniom. Najważniejszymi czynnikami decydującymi o potencjale banku w zakresie poradzenia sobie na trudnym rynku są: efektywność i skala działania (Pekao i PKO BP mają odpowiednio ponad 4 mln i 6 mln klientów), niskie CIR (oba banki mają je na poziomie około 45 – 46%), wysoka baza kapitałowa (kapitały własne/aktywa odpowiednio na poziomie 12% i 11%), płynny bilans (wskaźnik kredyty/depozyty poniżej 100%).

1. Scenariusz optymistyczny

- PKB rośnie w tempie około 1,8% R/R.
- Portfel kredytów i depozytów rośnie w tempie około 6% R/R.
- Wskaźnik NPL/kredyty brutto zwiększa się z poziomu 4,4% na koniec 2008 do 6,1% w 2009 roku i 7,6% w 2010 roku. Generuje to koszty ryzyka na portfelu kredytów netto na poziomie 1,15% w ciągu dwóch kolejnych lat.
- Zysk netto sektora spada o około 1/3 w relacji do rekordowych poziomów 2008 roku.
- Obecne wyceny rynkowe wszystkich banków pokrywanych przez nas zdyskontowały już osłabienie wyników w takim scenariuszu.
- Zarys scenariusza został przedstawiony w poprzednim raporcie analitycznym na temat sektora bankowego z 12 stycznia 2009.

2. Scenariusz bazowy

- Zmiana PKB od niewielkich ujemnych odczytów do 1% R/R.
- Portfel kredytów nie zmienia się istotnie w relacji do 2008 roku (-0,3% R/R). Banki ograniczają podaż kredytów dla klientów korporacyjnych (-13,5% R/R), zaostrzają kryteria kredytowe w segmencie detalicznym (+7% R/R). Przedsiębiorstwa konsumują część zgromadzonych depozytów (-7% R/R), gospodarstwa domowe zwiększają poziom oszczędności w tempie jednocyfrowym (+7% R/R).
- Wskaźnik NPL/kredyty brutto zwiększa się z poziomu 4,4% na koniec 2008 roku do 7,6% na koniec 2009 i 10% na koniec 2010 roku. Generuje to koszt ryzyka na poziomie 200 – 250 pb. Najniższe koszty ryzyka generują kredyty mieszkaniowe (około 100 pb), co generuje niższy poziom rezerw dla banków silnie skoncentrowanych na kredytowaniu kredytów mieszkaniowych (Kredyt Bank, Millennium).
- Banki koncentrują się na efektywnym wykorzystaniu kapitałów. Aktywnie zarządzają zminimalizowaniem wzrostu aktywów ważonych ryzykiem.
- Zysk netto sektora spada o około 2/3 R/R w relacji do 2008 roku.
- Obecne wyceny rynkowe dyskontują taki scenariusz w przypadku największych banków notowanych na GPW. Mniejsze banki, tj. Kredyt Bank czy Millennium, konsumują całą nadwyżkę wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw na rosnące koszty ryzyka kredytowego. Wycena rynkowa Millennium zdyskontowała już taki scenariusz.
- Zarys scenariusza bazowego przedstawiamy w niniejszym raporcie.

3. Scenariusz negatywny

- PKB jest ujemne (rzędu -2% R/R).
- Portfel kredytów spada w relacji do 2008 roku w tempie jednocyfrowym. Banki silnie ograniczają podaż kredytów dla przedsiębiorstw, które w znacznym stopniu konsumują swoje oszczędności. Portfel depozytów gospodarstw domowych zwiększa się w niskim jednocyfrowym tempie (poniżej +5% R/R), podobnie jak kredyty dla gospodarstw domowych. Banki w istotny sposób ograniczają aktywa ważne ryzykiem.
- Wskaźnik NPL/kredyty brutto rośnie w bardzo szybkim tempie i realizuje dwuletni wzrost zakładany w scenariuszu bazowym dochodząc do poziomu 10% na koniec 2009 roku.
- Koszty ryzyka znacznie przekraczają 2,5% kredytów netto w 2009 i 2010 roku.

- W takim scenariuszu największe banki notują bardzo wysokie spadki zysków. Ich kapitały pozostają niezagrożone. Mniejsze banki notują straty w 2009 roku.
- Pojawia się realne ryzyko podwyższenia kapitałów (rozwodnienia EPS) mniejszych banków giełdowych (Kredyt Bank, Millennium). Analizę strat generujących potrzebę dokapitalizowania przedstawiamy na str. 10 – 13.

Za największe ryzyko uważamy:

- Dalsze osłabienie złotówki (koszty ryzyka, wzrost RWA, osłabienie pozycji kapitałowej banków).
- Głębokie i długotrwałe spowolnienie gospodarcze w połączeniu z recesją, które będzie nakładało na banki konieczność tworzenia wysokich rezerw przez dłuższy okres czasu.
- Utrzymanie się na rynku wysokich cen depozytów dla klientów ograniczające ich marżę odsetkową netto.

Polskie banki zostały „wrzucone” do jednego koszyka z bankami innych krajów regionu. Nie korzystały jednak w tak znacznej skali z finansowania hurtowego, jak robiły to banki innych krajów rozwijających się. Kredyty/depozyty w sektorze wynoszą 120%, z czego banki pokrywane przez nas mają ten wskaźnik na bezpiecznym poziomie 90%, a mediana dla krajów regionu wynosi 175%. Większość środków zagranicznych w pasywach polskich banków to dług podporządkowany i finansowanie od spółek matek (ograniczenia w transakcjach na rynku międzybankowym znacznie zmniejszyły ekspozycje na pojedyncze podmioty i na podmioty zagraniczne poza grupami kapitałowymi). Dodatkowo w większości przypadków są to długoterminowe pożyczki, których spłata ma mieć miejsce po 2009 roku. Tezy stawiane przez rynek o znacznym zaangażowaniu w sektor są słuszne, jednak dotyczy to aktywów i kapitałów własnych będących w posiadaniu zagranicznych inwestorów strategicznych największych polskich banków.

Z tej perspektywy zagrożeniem jest sprzedaż udziałów w polskich bankach, lub spisanie ekspozycji na polski rynek i odcięcie dalszego finansowania (aktywa zagraniczne netto wynoszą obecnie 59 mld PLN, co stanowi 5,7% aktywów ogółem sektora). Odpisanie ekspozycji na Polskę, podobnie jak ma to miejsce w przypadku Ukrainy, uważamy jednak za mało prawdopodobne. Z perspektywy akcjonariuszy w krótkim terminie rodzi to ryzyko transakcji sprzedaży udziałów przy niskiej wycenie, choć jest również szansa. Nowy inwestor może znajdować się w lepszej kondycji finansowej (na zakupy stać teraz tylko tych, których kryzys osiągnął w ograniczonym stopniu), co przełoży się na większe bezpieczeństwo polskiego banku (lepsze wsparcie). Jedynym bankiem, który nie zmieni właściciela na pewno, jest PKO BP, największy polski bank będący w rękach Skarbu Państwa.

Wycena rynkowa udziałów inwestorów zagranicznych w polskich bankach

	cena/akcję	Mcap	udział inwestora strategicznego	wycena pakietu (mln PLN)
BZ WBK	69,00	5 034	70,5%	3 549
Bank Handlowy	34,00	4 442	75,0%	3 332
ING BSK	182,10	2 369	75,0%	1 777
Kredyt Bank	4,90	1 331	80,0%	1 065
Millennium	1,39	1 180	65,5%	773
Pekao	76,75	20 125	59,3%	11 930
RAZEM		34 482		22 426

Źródło: Dł BRE Banku, banki

Obecne wyceny rynkowe wskazują, że pakiety akcji będące w posiadaniu zagranicznych inwestorów zagranicznych wynoszą 22,4 mld PLN (4,8 mld EUR). 53% tej kwoty przypada na UniCredit i dotyczy jednego z dwóch największych banków w Polsce, o płynnym bilansie, wysokiej efektywności działania, konserwatywnym podejściu do oceny ryzyka kredytowego w poprzednich latach i nadwyżkach operacyjnych, które są w stanie z nawiązką pokryć rezerwy kredytowe nawet przy negatywnym scenariuszu dla PKB. Udział BCP w Millennium wyceniany jest obecnie na 0,8 mld PLN (166 mln EUR). Uważamy, że ta wycena odbiega znacznie od kosztów stworzenia podobnego banku w Polsce. Bank Millennium ma sieć ponad 500 placówek, ma 47 mld PLN aktywów, 7,1% udziałów w rynku depozytów detalicznych, 5,6% udziałów w depozytach ogółem, 7,4% udziałów w rynku kredytów detalicznych i 5,4% w rynku kredytów ogółem. Posiada dobrze rozpoznawalną, budowaną latami markę na polskim rynku bankowym. Cena za pakiet kontrolny wydaje się bardzo niska w kontekście bieżącej sytuacji banku. Jest on eksponowany na ryzyko negatywnego scenariusza dla PKB, jednak uważamy, że w stosunku do naszej prognozy wyników dla banku istnieje bardzo duży potencjał do

pozytywnych zaskoczeń. Dla przykładu można pokazać Alior Bank, na którego start inwestor strategiczny wyłożył 400 mln EUR.

Na świecie będzie dochodziło do delewarowania aktywów bankowych (aktywa/kapitały własne 18, kredyty/kapitały 10). W Polsce taka sytuacja nie musi mieć miejsca (aktywa/kapitały własne 12,7, kredyty/kapitały 7,2). W jeszcze lepszej sytuacji są banki giełdowe, dla których wskaźniki te wynoszą odpowiednio 10,4 i 6,3). Aktywa stanowią 83% PKB (kraje strefy euro 315%, kraje regionu 110%). Kredyty brutto/depozyty wynoszą 120% (po uwzględnieniu kapitałów własnych jako źródło finansowania 103%). Wzrost zmieni jednak jakość, z wykorzystywania nadpłynności i poprawy „asset mix” (coraz większy udział kredytów w bilansie) oraz wzrostu wykorzystania finansowania obcego, do wzrostu opartego na wzroście bazy depozytowej (prognozowany wzrost depozytów 3%, przy aktywach spadających o około 1%). Do czasu trwałego powrotu zaufania na rynkach finansowych, polskie banki będą dążyły od utrzymania niezależnych źródeł finansowania.

Ryzykiem dla polskich banków jest utrzymywanie się słabej złotówki. Zwiększa to ryzyko kredytowe banków (32% kredytów w walutach obcych, ale kraje regionu mają ten wskaźnik średnio na poziomie 61%), zarówno po stronie klientów detalicznych (kredyty hipoteczne), jak i klientów korporacyjnych (rewaluacja długu, wzrost obciążeń). Nie tylko zwiększa to obciążenie ratą klientów, ale również narzuca na banki konieczność utrzymywania wyższych poziomów kapitałów adekwatnych do rosnących aktywów ważonych ryzykiem (RWA). Ruch CHF z 2,8 CHF/PLN do 3,2 PLN to wzrost RWA o 14,4 mld PLN na walutowym portfelu kredytów na nieruchomości gospodarstw domowych na koniec grudnia 2008 roku (o 14%). Umocnienie złotówki z obecnych poziomów będzie miało pozytywny wpływ na kondycję polskich banków i ograniczy skalę strat kredytowych i na walutowych transakcjach klientów.

Współczynnik wypłacalności polskiego sektora bankowego znajduje się na poziomie 10,8% na koniec 2008 roku (przy CHF/ PLN na poziomie 2,8 oraz EUR/PLN 4,17). Oczekujemy spadku RWA w 2009 roku w relacji do 2008 roku. Wzrost RWA mógłby zostać osiągnięty w przypadku spadku awersji do ryzyka (oczekiwanie niższych strat kredytowych). Banki ograniczyły również w znacznym stopniu walutową akcję kredytową dla gospodarstw domowych (wycofanie walutowych kredytów hipotecznych) oraz ograniczyły podaż kredytów dla przedsiębiorstw. Współczynnik wypłacalności polskiego sektora bankowego budowany jest w większości na Tier I (kapitały własne) w przeciwieństwie do innych krajów, gdzie skala wykorzystania innych środków jest znacznie wyższa.

Koszty ryzyka w 2009 roku sięgną 2,2%. Uważamy, że odpowiada to kosztom rzędu 2,5 – 3% z poprzedniego okresu spowolnienia gospodarczego. Uważamy taki poziom za bardzo konserwatywny. Stoi za tym: znacznie lepsza kondycja finansowa klientów banków (stopa bezrobocia 9,5%, na koniec 2001 roku 17,4%; relacja zadłużenia netto kredyty pomniejszone o depozyty przedsiębiorstw do PKB 6%, poprzednio 9 – 10%), lepsze zabezpieczenie portfela kredytów (kredyty hipoteczne stanowią 30% kredytów ogółem, poprzednio około 10%, wskaźnik pokrycia należności nieregularnych rezerwami 80% poprzednio około 45%), wyższe standardy oceny ryzyka kredytowego w bankach m.in. z powodu wyższych wymogów regulatora (rekomendacje). Inny jest również punkt startowy. Na koniec 2001 roku kredyty nieregularne stanowiły 17% kredytów ogółem, obecnie wskaźnik ten jest na poziomie 4,4%.

Stres test dla kapitałów polskich banków pokazuje, że aby cały sektor bankowy odnotował straty musiałby odpisać znacznie ponad 3,6% portfela kredytów netto. Bardziej eksponowane na ryzyko strat są mniejsze banki giełdowe. W przypadku Kredyt Banku odpisanie 3,89% portfela rodzi ryzyko dokapitalizowania banku, rezerwy na poziomie 1,8% konsumuje całą nadwyżkę operacyjną. W przypadku Millennium wskaźniki te wynoszą odpowiednio 1,4% i 3,3%. W przypadku największych banków ryzyko dokapitalizowania nie istnieje. Pekao konsumuje całą nadwyżkę netto przy odpisach rzędu 4,7% portfela, PKO BP przy prawie 4%.

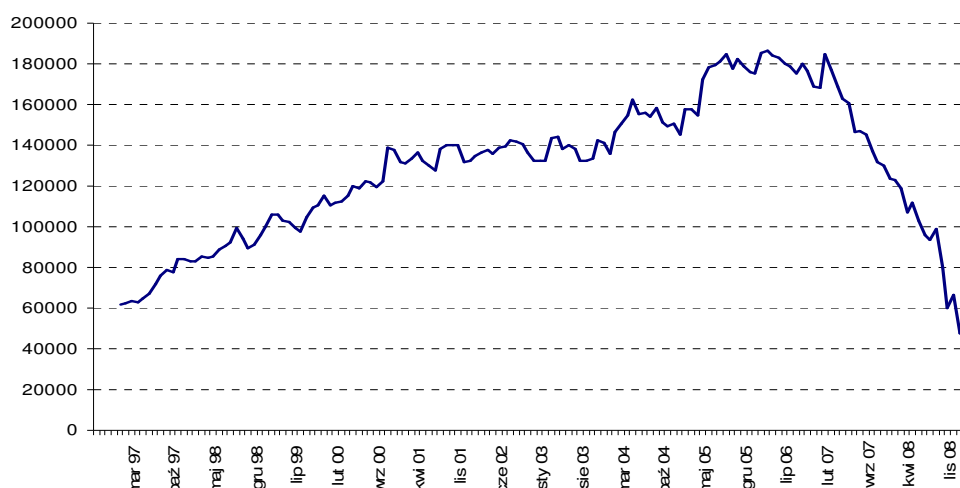
Kapitały polskich banków

- Banki giełdowe nie potrzebują rolowania znacznych pozycji pasywów znajdujących się poza kapitałami własnymi i długiem podporządkowanym (banki pokrywane przez nas mają kredyty/depozyty na poziomie 90%, zatem nawet ich ekspozycja na pożyczki z zagranicy może zostać ograniczona). Skala ewentualnego wyjścia inwestorów strategicznych w 2009 i 2010 roku jest na tyle niska, że w naszej opinii nie zagraża jego stabilności. Zagraniczni inwestorzy mogą wstrzymać dodatkowe źródła finansowania i zmusić banki do pozyskiwania niezależnych źródeł finansowania.
- Dodatkowo większość finansowania pochodzi od spółek matek, a te muszą brać pod uwagę kondycję swoich zaangażowań.
- W centrum zainteresowania polskich banków jest obecnie zbieranie depozytów klientów. Tylko w styczniu br. portfel depozytów wzrósł o prawie 5,5 mld PLN, (¼ aktywów zagranicznych netto). Idealnym rozwiązaniem byłaby emisja długoterminowego długu (np. obligacji), ale jak wszyscy wiedzą, w obecnym otoczeniu jest to praktycznie niemożliwe.
- Opcją wyjścia jest sprzedaż udziałów w polskich bankach. Wycena pakietów inwestorów zagranicznych w polskich bankach jest naszym zdaniem bardzo atrakcyjna. Na fali spekulacji o wycofaniu kapitałów z polskiego sektora bankowego mamy do czynienia ze spekulacją o tym kto zostanie sprzedany. Transakcje takie mogą mieć miejsce i dotyczy to wszystkich banków z kapitałem zagranicznym, jednak nie zmienia to struktury bilansu sprzedawanego banku. Wręcz przeciwnie: sprzedaż może przenieść udziały banku w ręce inwestora, który ma lepszą sytuację finansową i daje lepsze zaplecze dla wsparcia banku.
- Bank Millennium ma sieć ponad 500 placówek, ma 47 mld PLN aktywów, 7,1% udziałów w rynku depozytów detalicznych, 5,6% udziałów w depozytach ogółem, 7,4% udziałów w rynku kredytów detalicznych i 5,4% w rynku kredytów ogółem. Posiada dobrze rozpoznawalną, budowaną latami markę na polskim rynku bankowym. Cena za pakiet kontrolny wydaje się bardzo niska w kontekście bieżącej sytuacji banku. Jest on eksponowany na ryzyko negatywnego scenariusza dla PKB, jednak uważamy, że w stosunku do naszej prognozy wyników dla banku istnieje bardzo duży potencjał do pozytywnych zaskoczeń. Dla przykładu można pokazać Alior Bank, na którego start inwestor strategiczny wyłożył 400 mln EUR.

Zaangażowanie zagranicznych inwestorów

Obecnie kluczowym punktem oceny polskich banków staje się zaangażowanie zagranicznych inwestorów w pasywa polskich banków. Wiele mówi się o płynności i ryzyku związanym z wycofaniem środków przez zagranicznych inwestorów. Jednak większość zaangażowania opiera się o kapitały własne i dług podporządkowany, co blokuje wycofanie tych środków.

Aktywa zagraniczne netto w polskim systemie bankowym sięgają niespełna 59 mld PLN (, 5,6% aktywów sektora ogółem, styczeń 2009). Aktywa te nie uwzględniają kapitałów, ale zawierają w sobie pożyczki podporządkowane. Jeśli ktoś zastanawia się jak polski sektor bankowy poradził sobie z wydarzeniami ostatnich miesięcy może spojrzeć na poniższy wykres. Skala aktywów nie przekracza poziomów sprzed 10 lat. Prawdziwa jest teza, że polskie banki finansowały się na rynkach zagranicznych, jednak jak do tej pory terminowo spłacały zaciągnięte zobowiązania.

Aktywa zagraniczne netto (mln PLN)

Źródło: DI BRE Banku, NBP

Aby istotnie zmniejszyć ekspozycję na polski sektor bankowy zagraniczne instytucje musiałyby sprzedać swoje udziały w polskich bankach. W takim scenariuszu obejmie je kolejna instytucja. Wycena w takiej transakcji pozostaje dużym elementem ryzyka. Jednak nie zmienia ona struktury bilansu banku, a jedynie zmienia posiadacza akcji. Dyskusyjnym argumentem jest również skłonność podmiotów zagranicznych do sprzedaży po każdej cenie (w wyniku strategicznej decyzji: wychodzimy przy każdym koszcie), gdyż dla nich oznaczałoby decyzję o kolejnej stracie.

Dług poza kapitałami w bankach giełdowych

- **Największe zaangażowanie poza kapitałami własnymi i pożyczkami podporządkowanymi spośród pokrywanych przez nas banków ma Kredyt Bank (11 mld PLN od inwestora strategicznego) i Bank Millennium (około 2,5 mld PLN u inwestorów zagranicznych, nie BCP).**
- **PKO BP posiada dług podporządkowany (1,6 mld PLN na koniec 2008 roku), który jest jednak nieznaczny w relacji do jego aktywów (135 mld PLN). Dług podporządkowany nie może zostać wycofany w krótkim terminie.**
- **Pozostałe banki pokrywane przez nas, notowane na giełdzie nie są zależne od finansowania zagranicznego. Nie posiadają również pożyczek podporządkowanych. Posiadają zobowiązania i należności wobec podmiotów zagranicznych, jednak wynika to z podstawowej aktywności międzybankowej.**
- **Banki niegiełdowe w znacznie większym stopniu wykorzystują w Polsce finansowanie zagraniczne i opierają się na środkach od spółek matek (kredyty/depozyty w AIG Bank Polska wynosiły na koniec sierpnia'08 789%, GEMB cały portfel kredytów (17,9 mld PLN finansował ze środków poza depozytami, tych było 53 mln PLN).**

Wybuch kryzysu finansowego miał duże przełożenie na rynek międzybankowy. W Polsce znacznie spadła jego aktywność. Jest to konsekwencja kryzysu zaufania na rynkach międzynarodowych. Jego podstawowe konsekwencje to:

- Limity na transakcje międzybankowe z określonymi grupami kapitałowymi
- Brak podaży długoterminowego pieniądza
- Wzrost kosztu finansowania

W równym, a może nawet większym stopniu dotyczy to polskich banków. Inwestor strategiczny ustala limity dla polskiego banku i jak na razie nic nie wskazuje na to aby miało się zmienić. Widać to w aktywności na rynku międzybankowym. Skala należności od banków w bilansach na koniec 2008 roku znacznie spadła. Aktywność Banku Handlowego spadła o 48% Q/Q. Znacznie wzrosła za to aktywność w transakcjach z bankiem centralnym. Podobnie jest w innych bankach. Należności od banków są na krótkie terminy, a aktywność często ograniczana jest do transakcji ze spółkami matkami. Podobne nastawienie jest po drugiej stronie. Limity na transakcje międzybankowe są faktem globalnie, zatem po stronie pasywów, zobowiązania wobec innych banków podlegają tym samym prawom. Aktywność na międzybanku spadła, co naszym zdaniem oznacza minimalne zaangażowanie zagranicznych podmiotów w pasywa na

międzybanku polskich banków, o ile bank nie należy do grupy kapitałowej. Można oczekiwać, że poza inwestorami strategicznymi w pasywach na międzybanku nie było znacznego zaangażowania innych inwestorów zagranicznych.

Zaangażowanie w transakcje ze spółkami grupy

BZ WBK na koniec 4Q08 miał 2,5 mld PLN zobowiązań wobec AIB. Nie otrzymywało od inwestora strategicznego żadnych innych pożyczek, w tym nie korzystało w ogóle z długu podporządkowanego. Zobowiązania z tytułu emisji papierów dłużnych wynosiło 154 mln PLN (nieistotne w skali działania banku). Zobowiązania wobec AIB opierają się na krótkoterminowych operacjach międzybankowych wynikających z bieżącej działalności banku. Nie widzimy zagrożeń dla tej ekspozycji.

Bank Handlowy jest mocno nadpłynny. Kredyty/depozyty w banku wynosiły na koniec 2008 roku 70%. Nie ma potrzeb finansowania się za granicą. Kapitały własne w 41% pokrywają portfel kredytów, a relacja aktywa/kapitały własne wynosi 7,5. Znacząco zmniejszył aktywności na rynku międzybankowym. Należności od banków spadły o 48% w ciągu kwartału. Bank ma należności netto od inwestora strategicznego. Na koniec 1H08 utrzymywał depozyt w wysokości 2,4 mld PLN, przy zobowiązaniach na poziomie 1,27 mld PLN. Apetyt na finansowanie zagraniczne nie istnieje.

ING BSK ma podobną sytuację jak Bank Handlowy. Posiada dodatnią pozycję netto. Utrzymuje lokaty w spółkach z grupy. Kredyty/depozyty wynoszą 55% (najmniej w sektorze). Utrzymywało znaczne depozyty w spółce matce. Negatywne podejście wskazywałoby na ryzyko nieoddania środków przez inwestora. Argumentami przeciwko są: ograniczenie możliwości lokowania w spółkach grupy do poziomu 75% kapitałów własnych, ścisły monitoring transakcji z zagranicznymi instytucjami ze strony regulatora i duża płynność banków, które lokują depozyty za granicą. Są to depozyty w spółkach strategicznych, więc niewywiązanie się ze zobowiązań podcina gałąź na której siedzą inwestorzy zagraniczni.

Kredyt Bank utrzymuje największe zobowiązania wobec spółek z grupy inwestora strategicznego. Według banku na koniec grudnia 2008, spółki grupy KBC dostarczały 11 mld PLN kredytów i pożyczek wobec spółek z grupy (te o których w ciągu ostatnich dwóch lat informował komunikatami bieżącymi zostały wyszczególnione w poniższej tabeli, łącznie 11 mld PLN stanowiło 88% wszystkich zobowiązań Kredyt Banku wobec innych banków) oraz 280 mln PLN długu podporządkowanego. Dodatkowo utrzymywał 3,4 mld PLN w depozytach klientów (mogły być to zobowiązania wobec Warty, ubezpieczyciela z grupy KBC działającego na rynku polskim, częściowo mogą być to depozyty związane z Warta Gwarancja – produktem strukturyzowanym oferowanym przez Kredyt Bank). Spłata ponad połowy ekspozycji na spółki z grupy przypada dopiero na 2010 roku. Pozostałe na 2011 rok. O ile inwestor strategiczny będzie utrzymywał zaangażowanie na tym poziomie w razie rosnących potrzeb banku, nie będzie problemu. Jednak w przypadku Kredyt Banku dostrzegamy największe ryzyko. Ze względu na jego strukturę bilansu, brak dywersyfikacji na depozyty może długoterminowo ograniczyć perspektywę wzrostu Kredyt Banku.

Zestawienie pożyczek z ostatnich dwóch lat – na podstawie komunikatów bieżących (mln PLN)

2008						
data przyznania kredytu	kwota (mln)	waluta		Kurs z uruchomienia	Okres spłaty	Wartość na koniec 2008
7.02.08	200	EUR	719,58	3,60	2 lata	834,0
19.03.08	100	CHF			10 lat	280,1
19.06.08	200	EUR	673,7	3,37	3 lata	834,0
25.08.08	200	EUR	662,54	3,31	3 lata	834,0
20.10.08	200	EUR	710,3	3,55	3 lata	834,0
17.12.08/ uruchomione w 01.09	75	PLN	75	1,00	10 lat	75,0
RAZEM			2841,1			3691,1
2007						
5.09.07	250	EUR	955,2	3,82	5 lat	1042,5
28.09.07	250	EUR	944,4	3,78	5 lat	1042,5
RAZEM			1899,6			2085,0
Łącznie			4740,7			5776,1

Źródło: DI BRE Banku, Kredyt Bank

Bank Millennium jest drugim bankiem w znacznym stopniu wykorzystującym finansowanie z rynków zagranicznych. Wykaz transakcji między jednostkami powiązanymi nie wskazuje na znaczącą zależność od spółek z grupy BCP. Jednak posiada w swoich pasywach

zobowiązania wobec rynków finansowych. Jego aktywność na rynkach depozytowych w ostatnim okresie była znacznie większa niż Kredyt Banku, zatem udało mu się zwiększyć pulę środków utrzymywanych przez klientów. Bank Millennium zawarł z konsorcjum banków międzynarodowych umowę pożyczki konsorcyjnej na kwotę 555 mln CHF w listopadzie 2006. Spłata pożyczki ma nastąpić po 3 latach (listopad br.). Istnieje opcja przedłużenia okresu spłaty na rok 2010 lub 2011. W obecnej sytuacji trudno zakładać, że konsorcjum składające się z banków międzynarodowych zdecyduje się na przedłużenie. Na koniec roku wartość pożyczki w pasywach banku sięgała 1,55 mld PLN (wykazywana w zobowiązaniach na rynku międzybankowym). Bank Millennium będzie musiał ją spłacić. Na obecną chwilę nie widzimy zagrożeń dla jej spłaty. W razie czego, z boku zawsze stoi inwestor strategiczny, który może udzielić kredytu. Kolejny kredyt od międzynarodowego konsorcjum bankowego został zaciągnięty w lipcu 2007 roku na kwotę 120 mln CHF (wycena na koniec roku 336 mln PLN). Okres spłaty przypada dopiero na lipiec 2010 roku. Tutaj również istnieje opcja wydłużenia okresu spłaty o 2 lata. Obie pożyczki stanowią w sumie 67% całkowitych zobowiązań Banku Millennium wobec innych banków. W grudniu 2007 roku Bank Millennium wyemitował obligacje denominowane w EUR na kwotę 150 mln EUR (wycena na koniec 2008 roku 625,5 mln PLN, 65% wszystkich zobowiązań podporządkowanych). Obligacje objęła spółka z grupy BCP. Termin spłaty wynosi 10 lat (wymogi polskiego regulatora umożliwiają zaliczenie długu do podporządkowanego przy minimum 5 – letnim okresie kredytowania, wymagana jest zgoda nadzoru na zaliczenie kwoty do Tier II). Istnieje opcja wcześniejszej spłaty, jednak nie wcześniej niż po 5 latach. Bank Millennium ma do spłacenia dług na koniec 2009 roku. Naszym zdaniem jego obecna struktura bilansu nie wskazuje na zagrożenie nie spłaty tego kredytu. Stanowi on zaledwie 3% aktywów banku. Po Kredyt Banku, Bank Millennium w największym stopniu korzysta z finansowania od zagranicznych podmiotów, znajdując się w grupie banków o podwyższonym ryzyku.

Sytuacja Pekao jest dość komfortowa. Relacja kredyty/depozyty wynosi w banku 91%. Bank zaczyna powoli odyskiwać udziały w rynku kredytów i depozytów. Posiada drugą największą sieć placówek w kraju, będąc jednym z dwóch największych banków w Polsce. W zakresie finansowania na rynku międzybankowym nie widzimy istotnych zagrożeń. Zobowiązania wobec spółek z grupy wynoszą 1,85 mld PLN (dane na koniec 1H08). Jednak biorąc pod uwagę płynność banku nie jest to efekt potrzeb finansowych, ale efekt utrzymywania aktywności na zupełnie odmiennym niż jeszcze pół roku temu rynku międzybankowym. Zobowiązania wobec innych banków spadły, pojawia się coraz większa skala depozytów wobec Banku Centralnego. Naszym zdaniem nie ma to wpływu na bezpieczeństwo działania Pekao. Bank nie lokuje również znacznych środków w spółkach inwestora zagranicznego. Utrzymuje za to finansowanie swojego ukraińskiego banku, co postrzegamy na obecną chwilę jako największy element ryzyka dla banku.

PKO BP również w okraczonym stopniu korzysta z finansowania na rynkach międzybankowych (hurtowych). Posiada zobowiązania wobec rynku międzybankowego, ale naszym zdaniem w żadnym momencie nie grozi mu utrata płynności. Jest obecnie jednym z niewielu banków, które mogłyby wyjść na rynek po dług. Na razie nie ma takiej potrzeby jako że nowa oferta depozytowa banku prowadzi do znacznego zwiększenia bazy depozytowej i udziałów w rynku. W opinii klientów jest bezpiecznym, bo „państwowym” bankiem co dodatkowo zwiększa atrakcyjność lokowania środków w ich opinii.

Struktura bilansu banków na koniec 2008 roku

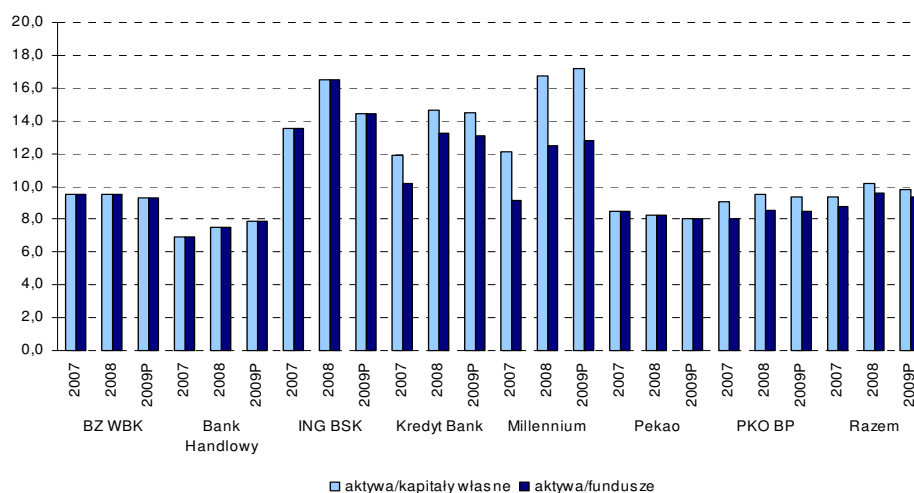
AKTYWA	BZ WBK	Handlowy	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao	PKO BP
należności od banku centralnego	5,5%	8,2%	2,7%	2,1%	3,8%	7,6%	4,3%
należności od innych banków	2,4%	8,6%	10,4%	0,9%	3,5%	6,0%	2,5%
kredyty klientów	60,8%	32,4%	37,0%	69,0%	71,6%	62,5%	75,1%
dłużne papiery wartościowe	22,7%	29,3%	41,1%	19,5%	16,1%	17,1%	10,9%
akcje, pochodne i inne inwestycje kapitałowe	5,3%	14,8%	7,0%	6,0%	3,5%	3,5%	2,9%
pozostałe aktywa	3,4%	6,6%	1,8%	2,5%	1,5%	3,3%	4,3%
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASYWA							
zobowiązania wobec BC	0,0%	0,0%	8,5%	2,9%	3,2%	3,6%	0,0%
zobowiązania wobec innych banków	9,2%	18,5%	8,7%	31,3%	6,5%	7,7%	5,2%
depozyty	74,0%	46,5%	67,6%	52,3%	67,3%	68,8%	76,4%
zobowiązania z tytułu emisji papierów dłużnych	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	1,9%	0,2%
inne pasywa	7,5%	21,6%	9,1%	5,9%	13,0%	5,8%	6,5%
dług podporządkowany	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	2,0%	0,0%	1,2%
kapitały własne	8,6%	13,3%	6,1%	6,8%	6,0%	12,1%	10,5%
kapitały mniejszości	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Ile może być wzrostu z kapitałów?

W polskim sektorze bankowym relacja sumy bilansowej do kapitałów własnych wynosi 12,7. Mając na myśli kapitały, nie mówimy o długi podporządkowanym, którego uwzględnienie obniżyłoby poziom zalewarowania. Wskazuje to bezpośrednio na fakt, że kapitały na finansowanie polskiego sektora bankowego pochodzą przede wszystkim z Tier I (kapitał własny), w przeciwieństwie do sytuacji w krajach Europy Zachodniej i krajach regionu. A ten z kolei nie może być wycofany przez inwestora strategicznego. Może on sprzedać polski bank i w ten sposób zmniejszyć swoją ekspozycję, ale nie pociąga to za sobą wycofania tych środków z bilansów bankowych.

Aktywa/kapitały własne

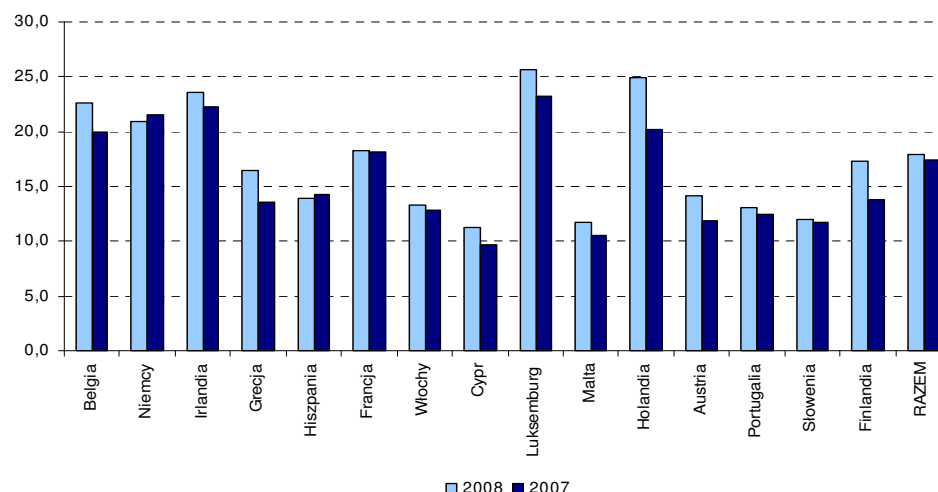


Źródło: DI BRE Banku, banki

Średnia ważona relacji aktywa/kapitały własne nie przekracza w bankach pokrywanych 10. Najwyższe poziomy prezentuje ING BSK, Kredyt Bank i Millennium. Z tej grupy należy wykluczyć ING BSK, które utrzymuje bardzo niski udział kredytów w sumie bilansowej (tylko 37%). Pozostałe dwa wykorzystują Tier II (długoterminowy dług podporządkowany) jako kapitał do finansowania rozwoju sumy bilansowej. Uważamy, że spośród wszystkich pokrywanych banków stawia ich to w grupie najbardziej ryzykownych inwestycji.

Wskaźnik dla Litwy wynosił 10 a dla Węgier i Estonii po 13. Skala lewarowania nie jest tak duża jak w przypadku banków zachodnich, jednak również pod tym względem polski sektor bankowy wypada lepiej. Polskie banki mają ten wskaźnik znacznie niższy niż kraje strefy euro, gdzie wynosi on obecnie 18, podczas gdy w Polsce 10. Zagraniczne banki w znacznie większym stopniu sięgały po Tier I w rozwoju akcji kredytowej w relacji do krajów strefy euro. Skala wykorzystania innych funduszy była tam znacznie wyższa.

Aktywa/kapitały własne



Źródło: DI BRE Banku, ECB

Ile jeszcze Tier II?

Jak na razie wszyscy inwestorzy strategiczni banków deklarują pomoc polskim bankom gdyby wystąpiła konieczność dostarczenia dodatkowych kapitałów. Jest to w sprzeczności z obiegową opinią, która rozgrywa scenariusz wstrzymania napływu kapitału do polskich banków i destabilizacji ich pozycji. Zgadza się, że zagranica może nie dostarczyć kolejnych środków na finansowanie akcji kredytowej (nie będzie obejmowania normalnych pasywów), ale niedostarczenie kapitału do wypłacalności byłoby podcinaniem gałęzi na której taki inwestor siedzi.

Polski sektor bankowy ma jeszcze 22,3 mld PLN potencjalnego długu podporządkowanego do ściągnięcia biorąc pod uwagę poziom Tier I na koniec 2008 roku.

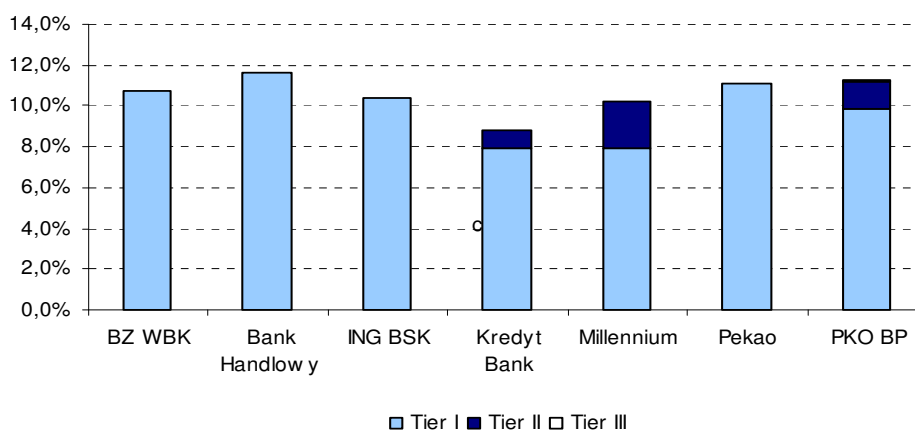
Potencjalne zwiększenie funduszy przy określonym poziomie kapitałów własnych (mln PLN)

	BZ WBK	Handlowy	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao	PKO BP
kapitały własne (Tier I)	4952	5714	4222	2646	2 815	15947	14132
dług podporządkowany (Tier II)	0	0	0	280	961	0	1619
RAZEM	4952	5714	4222	2925	3776	15947	15750
potencjalny Tier II	2476	2857	2111	1043	446	7974	5447
potencjalny wzrost funduszy	50,0%	50,0%	50,0%	35,7%	11,8%	50,0%	34,6%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Polskie banki mają jeszcze znaczne rezerwy w zakresie pozyskania Tier II, zanim konieczna stanie się emisja nowych akcji i rozwodnienie EPS dla obecnych akcjonariuszy. Przyjmując, że minimalne Tier I ma wynosić 6%, a Tier II może maksymalnie sięgnąć połowy Tier I, problem pojawia się dopiero wtedy, gdy straty banku „konsumują Tier I” co jednocześnie obniża limit dla Tier II. Nie da się rozwijać banku finansując ją tylko z Tier II. Wówczas taki bank czekałaby emisja nowych akcji.

Współczynnik wypłacalności (koniec 2008)



Źródło: DI BRE Banku, banki

Oczekujemy spadku aktywów ważonych ryzykiem w 2009 roku. Banki ograniczą portfel kredytów dla przedsiębiorstw, większość z nich przestała oferować kredyty walutowe dla gospodarstw domowych (wyższa waga ryzyka). Oczekujemy konsolidacji bilansów (wzrost aktywów ogółem poniżej 1%) i zmiany ich struktury w kierunku aktywów o mniejszym ryzyku (spadek portfela kredytów o ponad 3% R/R). W poprzednich latach dominującym czynnikiem zmniejszającym współczynnik wypłacalności był wzrost RWA. Obecnie na aktywa te największy wpływ ma osłabiająca się złotówka, jednak w wynikach za 4Q08 widać było dążenia polskich banków do ograniczenia generowania nowych ekspozycji wpływających na wzrost RWA. W przypadku wzrostu sumy bilansowej (prowadzenie sprzedaży zwiększającej RWA) współczynnik wypłacalności może dalej spadać ze względu na rosnące koszty ryzyka, obniżające wyniki operacyjne banków.

Oslabienie złotówki powoduje obecnie wzrost aktywów ważonych ryzykiem (RWA) (walutowe kredyty, ekspozycja na walutowe zobowiązania pozabilansowe). Największą ekspozycję na wzrost wymogów kapitałowych ma obecnie Kredyt Bank (znaczące zaangażowanie w segment walutowych kredytów hipotecznych) oraz Bank Millennium. Pozostałe banki utrzymują wyższe poziomy współczynniki wypłacalności.

Banki będą skupiały się na optymalizacji wykorzystania kapitałów własnych. Naszym zdaniem wykorzystane zostaną okazje do zysków kapitałowych. Sprzedaż spółki z grupy nie tylko ogranicza wymóg z tytułu ryzyka operacyjnego, ale również pozwala zrealizować zysk kapitałowy, co wzmacnia Tier I. Cały szereg tego typu operacji będzie wykorzystywany w przypadku negatywnego rozwoju sytuacji w sektorze. Do tej pory banki wykorzystywały to w ograniczonym stopniu.

Stres test dla kapitałów

Wzrost RWA nie będzie zagrażał poziomom współczynników wypłacalności. Elementem zagrożenia są straty banków, które przekładałyby się na spadek poziomu kapitałów własnych. Skala strat musiałaby być jednak znacząca.

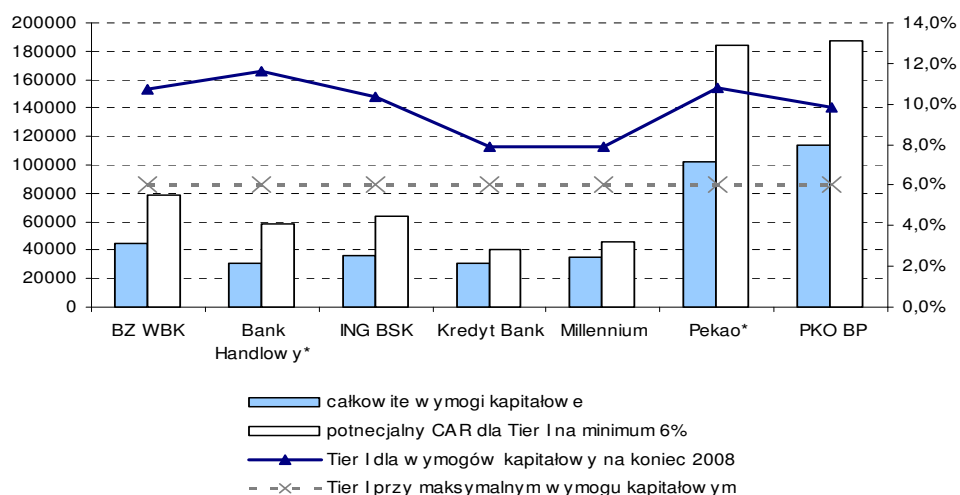
Dokonałismy analizy potencjalnego przekroczenia przez banki obecnych poziomów RWA i koniecznej skali zagrożeń dla kapitałów własnych, aby współczynniki wypłacalności przestały spełniać wymogi stawiane przez regulatora. Poniższe wyliczenia mogą być obciążone pewnym błędem ze względu na brak dostępnych wewnętrznych danych dotyczących wyliczania współczynnika wypłacalności.

Najniższym akceptowalnym przez regulatora poziomem współczynnika wypłacalności na bazie Tier I jest 6%. Ogółem współczynnik wypłacalności musi znajdować się na poziomie nie niższym niż 8%. Polski regulator wydał zalecenie bankom, aby te których współczynniki wypłacalności nie przekraczają 10% wstrzymały się od wypłaty dywidendy za 2008 rok. Rekomendację niewypłacania dywidendy z ubiegłorocznych zysków zarekomendowały już zarządy: BZ WBK, ING BSK, Kredyt Bank, Millennium i PKO BP. Bank Handlowy i Pekao dopiero w kolejnych miesiącach (najprawdopodobniej do końca marca 2009) ogłoszą rekomendacje zarządu. Podtrzymujemy tezę, że Bank Handlowy wypłaci dywidendę za 2008 rok (połowa zysków za 2008 rok). Zakładamy, że Pekao nie wypłaci dywidendy z zysków za 2008 rok. Jednak wypłata połowy z zysków za 2008 daje 6,7 PLN/akcję i stopę dywidendy brutto na poziomie 8,9%. Uważamy, że nie zagrazi to współczynnikowi wypłacalności, jednak ze względu na konserwatywne podejście zakładamy brak dywidendy z zysków za 2008 rok.

Skala potencjalnego wzrostu wymogu kapitałowego jest bardzo duża w przypadku większości banków. Osłabienie PLN wpływa negatywnie na współczynnik wypłacalności, jednak poziom potencjalnego wzrostu jest znaczący. Uważamy jednak, że banki będą starały się ograniczyć poziom potencjalnego RWA ze względu na obawę wyższych strat kredytowych, które mogą wpłynąć negatywnie na poziom kapitałów.

Poniżej przedstawiamy wykres z potencjalnym wzrostem aktywów ważonych ryzykiem, dla których banki cały czas reprezentowałyby Tier I na poziomie 6%, biorąc pod uwagę poziom funduszy własnych zaliczanych do Tier I na koniec 2008 roku (w przypadku Pekao i Banku Handlowego na koniec 1H08 – brak danych rocznych). Pokazuje to, że Pekao i PKO BP mają największy potencjał do zwiększenia nominalnego RWA. Skala przyrostu RWA byłaby mniejsza, gdybyśmy wzięli pod uwagę minimalny poziom Tier I na poziomie 8%. W tym przypadku Kredyt Bank i Bank Millennium musiałyby zmniejszyć ekspozycję na aktywa ważne ryzykiem (poziom Tier I poniżej 8% na koniec 2008 roku). Przemawia to za ograniczaniem przez te banki, podaży kredytów.

Wymogi kapitałowe i współczynnik wypłacalności



Źródło: DI BRE Banku, banki

* dane o wymogach kapitałowych na koniec 1H08 (dane na koniec 2008 roku publikowane 12 marca 2009)

Dużo większe konsekwencje dla banków miałyby straty poniesione w 2009 roku. Analiza maksymalnych strat przy jakich Tier I pozostaje na poziomie 6% (przy niezmiennym poziomie wymogów kapitałowych, niezmiennych poziomach funduszy własnych banków), pokazują, że Kredyt Bank i Bank Millennium są w największym zagrożeniu. Poniżej przedstawiamy kalkulację potencjalnych kosztów ryzyka przy których Tier I spada do 6% i 8%. W przypadku banków, które posiadają dług podporządkowany potencjalny wskaźnik znajduje się powyżej odpowiednio 6% i 8% ze względu na wykorzystanie już obecnie dodatkowego finansowania.

Założenia do symulacji:

- RWA na poziomie z końca 2008 roku (dla Pekao i Banku Handlowego z 1H08)
- Poziom funduszy własnych do wyliczenia Tier I z końca 2008 roku (dla Pekao i Banku Handlowego z 1H08)
- Wynik operacyjny przed kosztami rezerw w 2009 roku – prognoza DI BRE Banku
- Założenie zerowej stopy podatku dochodowego – to co obniża wynik operacyjny przed kosztami rezerw stanowi stratę netto banku
- Nie uwzględniamy wpływu zysku należnego akcjonariuszom mniejszościowym

Symulacja kosztów ryzyka dla Tier I minimum 6%

	BZ WBK	Handlowy*	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao*	PKO BP
Poziom kapitałów własnych	4952	5714	4222	2646	2815	15947	14132
Fundusze zaliczane do Tier I po pomniejszeniach	4744	3541	3812	2398	2740	11041	11266
Wynik operacyjny przed rezerwami (2009P)	1134	823	608	468	490	3582	3881
Potencjalne spadek kapitałów do Tier I 6%	2650	1827	2202	2103	2872	6131	8473
Spadek kapitałów/kredyty brutto							
- maksymalny koszt ryzyka	3228	2537	2218	763	358	8492	6673
Koszt ryzyka w odniesieniu do kredytów brutto na koniec 2008	9,3%	16,6%	9,1%	3,8%	3,2%	9,8%	7,6%
Współczynnik wypłacalności dla Tier I 6% i bieżącym długu podporządkowanym	6,0%	6,0%	6,0%	6,9%	8,3%	6,0%	7,4%

Źródło: DI BRE Banku, opracowanie własne na podst. Sprawozdań finansowych banków

* dane nt. współczynnika wypłacalności – aktywa ważone ryzykiem na koniec 1H08

Symulacja kosztów ryzyka dla Tier I minimum 8%

	BZ WBK	Handlowy*	ING BSK	Kredyt Bank	Millennium	Pekao*	PKO BP
Poziom kapitałów własnych	4952	5714	4222	2646	2815	15947	14132
Fundusze zaliczane do Tier I po pomniejszeniach	4744	3541	3812	2398	2740	11041	11266
Wynik operacyjny przed rezerwami (2009P)	1134	823	608	468	490	3582	3881
Potencjalne spadek kapitałów do Tier I 6%	3533	2436	2936	2711	3565	8174	10758
Spadek kapitałów/kredyty brutto							
- maksymalny koszt ryzyka	2344	1928	1484	155	-335	6449	4388
Koszt ryzyka w odniesieniu do kredytów brutto na koniec 2008	6,7%	12,6%	6,1%	1,6%	1,3%	7,4%	5,5%
Współczynnik wypłacalności dla Tier I 6% i bieżącym długu podporządkowanym	8,0%	8,0%	8,0%	8,9%	10,3%	8,0%	9,4%

Źródło: DI BRE Banku, opracowanie własne na podst. Sprawozdań finansowych banków

* dane nt. współczynnika wypłacalności – aktywa ważone ryzykiem na koniec 1H08

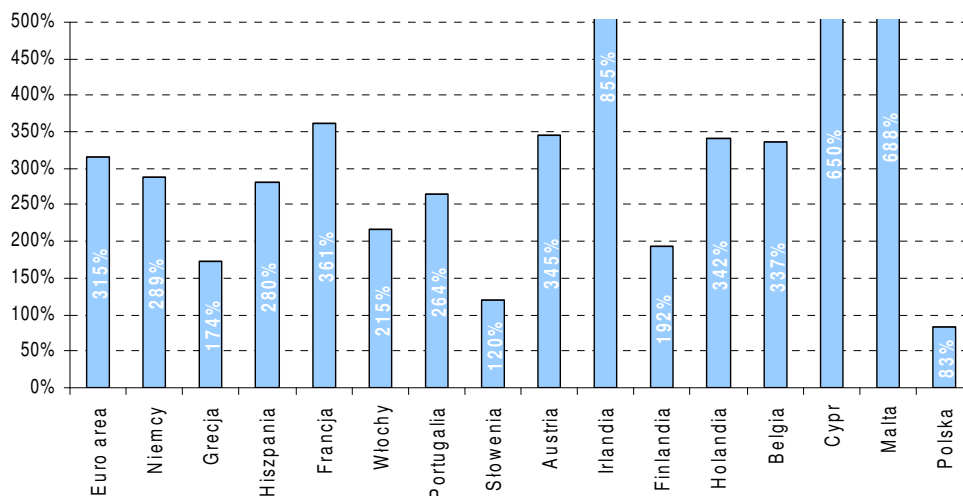
Z analizy wynika, że już przy nieco ponad 3% kosztów ryzyka w Banku Millennium i prawie 4% w Kredyt Banku, współczynnik Tier I znajduje się na poziomie 6%. W przypadku innych banków poziom ten jest zdecydowanie wyższy. Banki te jednak posiadają znaczny portfel kredytów hipotecznych zabezpieczony na nieruchomościach. W opracowaniu na str. 21 wskazaliśmy, że koszty ryzyka kredytu hipotecznego przy bazowym scenariuszu nie powinny przekroczyć 100 pb. Oba te banki ze względu na ekspozycję na segment kredytów mieszkaniowych odnotują niższe koszty ryzyka niż banki w większym stopniu ekspozycje na segment korporacyjny.

Polski sektor bankowy na tle regionu i Europy Zachodniej

- Relacja kredyty/depozyty w polskim sektorze bankowym sięga 120%, vs. 108% w krajach strefy euro oraz mediany 175% w krajach regionu analizowanych w opracowaniu. Skala utrzymania finansowania (kredytowania) klientów banków zostanie przynajmniej utrzymana przez co sytuacja Polski jest stabilniejsza niż w większości krajów regionu (przede wszystkim Estonii gdzie kredyty depozyty sięgały 175%, Litwy – 196%, Węgier – 125% i Ukrainy – 185%). Z drugiej strony ten wysoki wskaźnik wskazuje na ograniczony potencjał dalszego szybkiego wzrostu kredytów, niebilansowanego ze wzrostem depozytów w gospodarce. Kraje regionu w znacznym stopniu opierały wzrost kredytów na finansowaniu hurtowym. Obecnie jego brak powoduje załamanie rynku kredytowego.
- Udział aktywów sektora bankowego w PKB wynosi 83%, znacznie mniej niż w krajach Europy Zachodniej oraz krajach regionu (średnia 110%). Długoterminowy wzrost polskiego sektora bankowego jest niezagrożony, będzie finansowany z rosnącej bazy depozytowej. W przypadku innych krajów regionu wzrost będzie możliwy dopiero w przypadku odblokowania się rynków finansowania hurtowego. Kryzys finansowy w krajach regionu będzie miał zdecydowanie głębsze i trudniejsze do przezwyciężenia negatywne skutki dla banków tamtych krajów, niemożliwe do przezwyciężenia bez udziału kapitału zagranicznego. Polski sektor bankowy jest w stanie samodzielnie finansować swój rozwój, mając w odwodzie wsparcie inwestorów strategicznych.
- Walutowa ekspozycja netto w kredytach (kredyty walutowe – depozyty walutowe)/kredyty ogółem w Polsce (24%) jest znacznie niższa niż w krajach regionu (33%). Sytuacja jest podobna w analizie ekspozycji brutto (kredyty walutowe/kredyty ogółem), gdzie kredyty walutowe stanowią 33% kredytów ogółem w Polsce, a średnia dla krajów regionu wynosi 61%. Tylko Czechy posiadają nieistotną ekspozycję na kredyty walutowe. Wynika to z poziomu stóp procentowych w krajach regionu.

Rzut oka na kraje strefy euro

Aktywa/PKB (koniec 2008)

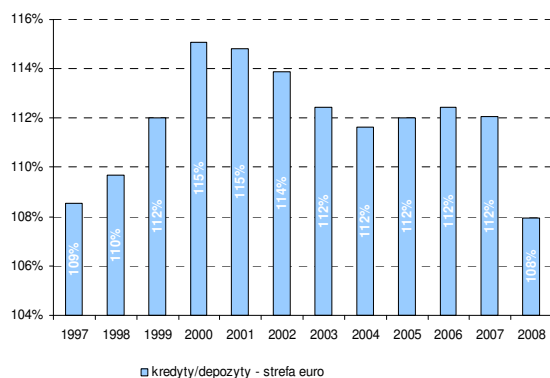


Źródło: DI BRE Banku, ECB, NBP

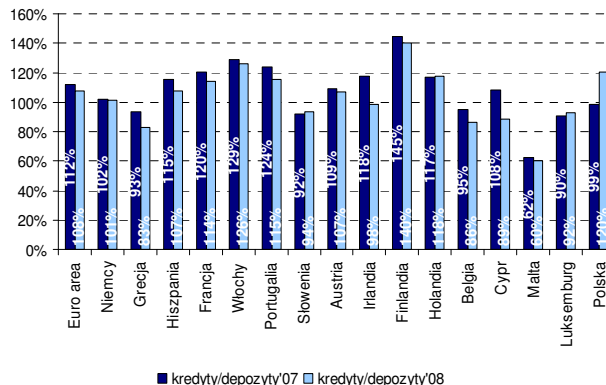
Aktywa sektora bankowego stanowią 83% krajowego PKB. Jest to prawie czterokrotnie mniej niż wynoszą aktywa sektora w strefie euro w relacji do jej PKB. Jesteśmy w ogonie, nawet porównując się do Słowenii czy Grecji. Uważamy, że długoterminowy wzrost sektora jest niezagrożony. Jednocześnie uważamy, że zmieni się jakość generowanego wzrostu. Polskie banki nie mają już nadpłynności do wykorzystania w celu wzrostu portfela kredytów. W centrum zainteresowania banków znajdują się obecnie depozyty i tak już pozostanie. Wzrost będzie determinowany przez proces bogacenia się społeczeństwa. Wzrosty szybsze niż przyrost oszczędności klientów banków są możliwe tylko w wyniku obejmowania pasywów polskich banków przez inwestorów zagranicznych. W obecnej sytuacji nie ma na to realnych szans. Można nawet postawić tezę, że skala działania aktywów zagranicznych skupi się na delewarowaniu pozycji, co doprowadzi do spadku relacji Aktywa/PKB w sektorach.

Biorąc pod uwagę obecne ruchy na globalnych rynkach finansowych trudno powiedzieć do jakiej skali posunie się proces delewarowania zagranicznych podmiotów, ale patrząc na wykres z ostatnich dziesięciu lat z krajów strefy euro, poziom 108% wydaje się nie odbiegać w górę od średnich poziomów. Jesteśmy obecnie na podobnych poziomach co w latach 1997 – 1998.

Kredyty/depozyty



■ kredyty/depozyty - strefa euro



■ kredyty/depozyty '07 ■ kredyty/depozyty '08

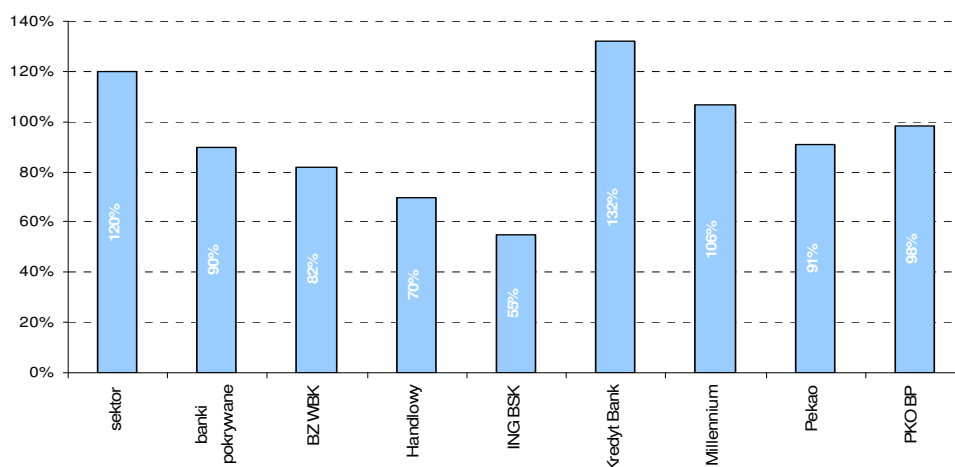
Źródło: DI BRE Banku, ECB, NBP

Relacja kredytów do depozytów w krajach strefy euro utrzymuje się na relatywnie stabilnych poziomach między 108% a 115%.

Banki giełdowe na tle sektora

Sytuacja banków notowanych na GPW, które pokrywamy, jest znacznie lepsza niż pozycja całego sektora. Skumulowany wskaźnik kredyty/depozyty dla 7 pokrywanych przez nas banków znajduje się na poziomie 90%. Jest on zawyżany przez Kredyt Bank i Millennium. W sektorze banki posiadające wysoką relację kredyty/depozyty nie są notowane. Inne banki nie pokrywane przez nas, które posiadają wysoki wskaźnik Kredyty/depozyty to BRE Bank, Getin Bank i Noble Bank (działające w ramach Getin Holding). Ciężar finansowania hurtowego spoczywa na bankach nie posiadających infrastruktury do sprzedaży depozytów (zajmujących się np. consumer finance tj. GE Money Bank, itd. W grupie banków pozagiełdowych ryzyko utraty finansowania zagranicznego jest znacznie wyższe.

Kredyty/depozyty na koniec 2008

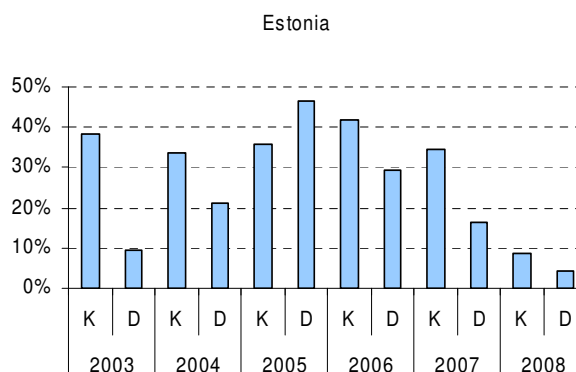
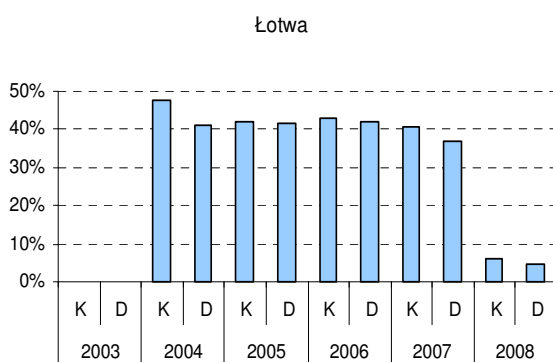
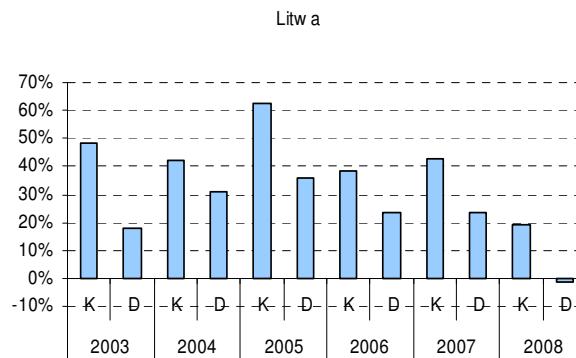
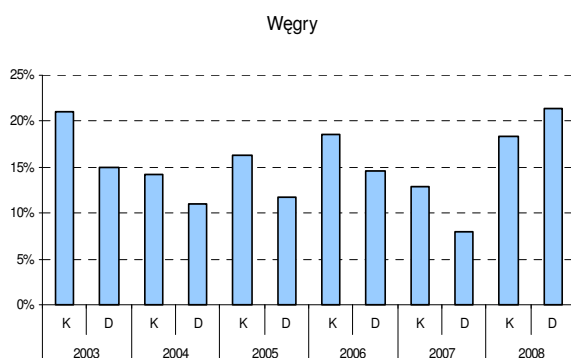
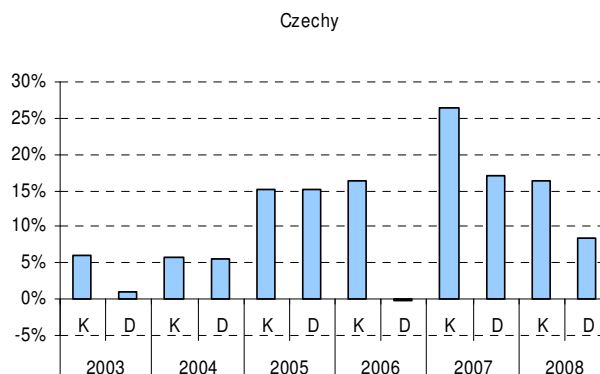
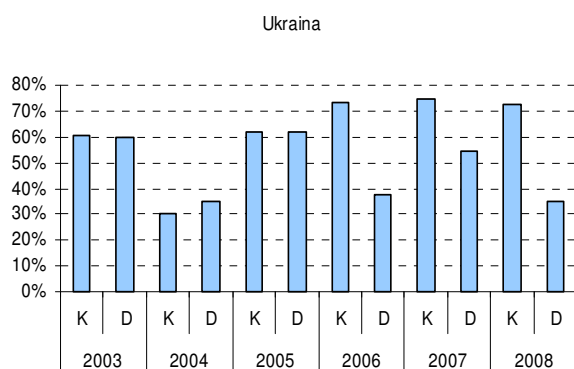


Źródło: DI BRE Banku, banki, KNF

Polski sektor bankowy jest w zdecydowanie lepszej kondycji niż sektory innych krajów regionu. Niski udział aktywów sektora w PKB (83% na koniec 2008, mediana dla analizowanych krajów regionu 110%) sygnalizuje zbilansowany wzrost naszych banków. Potwierdza to wskaźnik kredyty/depozyty, który jest znacznie niższy przy porównaniach z tymi krajami. Polski sektor bankowy był nadpłynny przy poprzednim spowolnieniu gospodarczym. Obecnie nie mamy tak komfortowej sytuacji. Jednak jeśli weźmiemy pod uwagę kapitały własne sektora (82,3 mld PLN na koniec 2008 roku), to relacja kredyty/(depozyty + kapitały) spada do 103%.

Największym problemem krajów takich jak Estonia czy Łotwa był znaczny wzrost akcji kredytowej finansowanej z długu. Dopóki koniunktura sprzyjała nikt nie martwił się rolowaniem zapadających transz. Obecnie jest to największe zagrożenie dla tych sektorów.

Zmiana R/R kredytów (K) i depozytów (D)



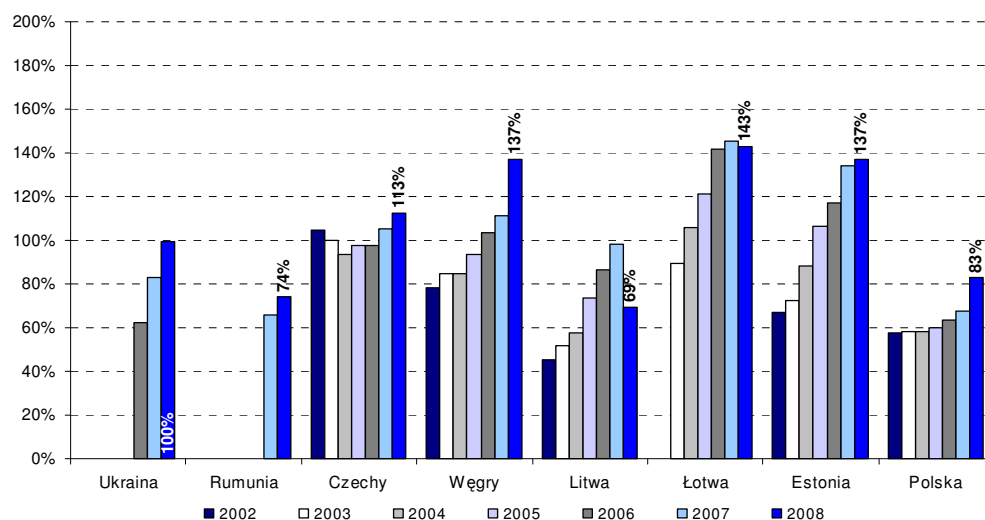
Źródło: DI BRE Banku, banki

Dodatkowym czynnikiem ciągnącym wskaźniki do góry jest osłabienie lokalnych walut. Dotyczy to również Polski. Jednak ekspozycja polskiego sektora bankowego jest znacznie mniejsza niż w krajach regionu. Inny jest również portfel kredytów walutowych. Polskie banki finansują często tego rodzaju ekspozycje długoterminowymi pożyczkami (zaliczanymi często do długu podporządkowanego), które są w walucie.

Polskie banki koncentrują się obecnie na pozyskiwaniu depozytów od klientów, w tym przede wszystkim od klientów detalicznych. Polskie banki są niezależne w zakresie finansowania akcji kredytowej. Większość finansowania zagranicznego to długoterminowe pożyczki (w tym podporządkowane) oraz udziały w bankach inwestorów zagranicznych. Banki są zatem finansowane przez banki zagraniczne, sposób finansowania jest jednak oparty o długoterminowe zobowiązania i finansowanie od spółek matek. Ekspozycja na Polskę to przede wszystkim udział w kapitałach własnych banków, które mają 67% aktywów sektora, 66% kredytów sektora i 65% depozytów sektora. Limity na aktywność na rynku międzybankowym były istotne po wybuchu kryzysu w październiku 2008. Widoczne jest to w bilansach polskich banków na koniec 2008 roku. Istotnie spadła ich aktywność, o ile nie była utrzymywana ze spółkami matkami.

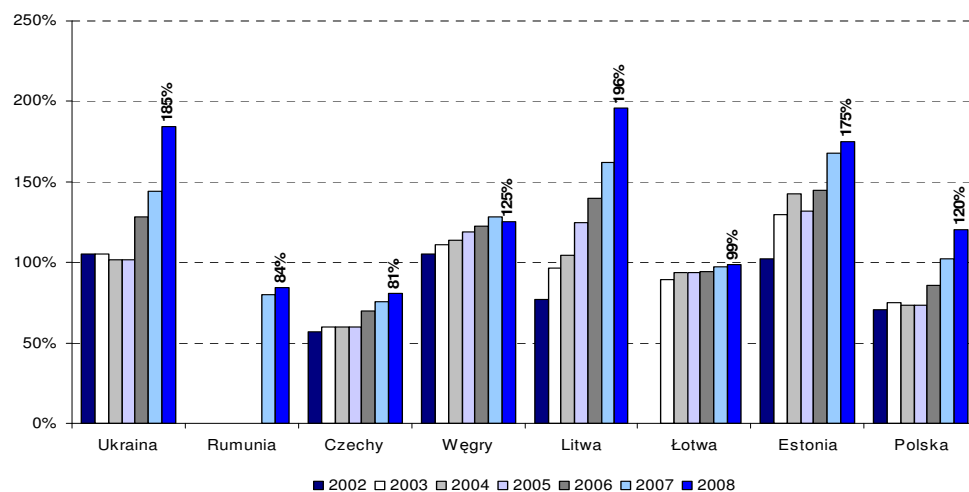
Przy dużym dostępie do taniego finansowania, zwiększały się portfele kredytów. Przesłanką do popularności kredytów walutowych była znaczna różnica w rynkowych stopach procentowych, wiara w umacnianie się walut regionu wraz ze zmniejszaniem różnicy w poziomie rozwoju oraz duża podaż zagranicznych walut w ramach finansowania hurtowego. Polska również brała udział w boomie na kredyt walutowy, szczególnie w obszarze kredytów mieszkaniowych. Czechy nie brały udziału w boomie. Głównym powodem była niewielka różnica w rynkowych stopach procentowych względem EURIBOR'u i LIBOR (CHF). Argument stopy procentowej był szczególnie ważny dla Polski, Węgier i Rumunii. W przypadku Litwy, Łotwy, Estonii przeważającym czynnikiem była podaż zagranicznego finansowania hurtowego w połączeniu ze stałym kursem walutowym.

Aktywa sektora/PKB



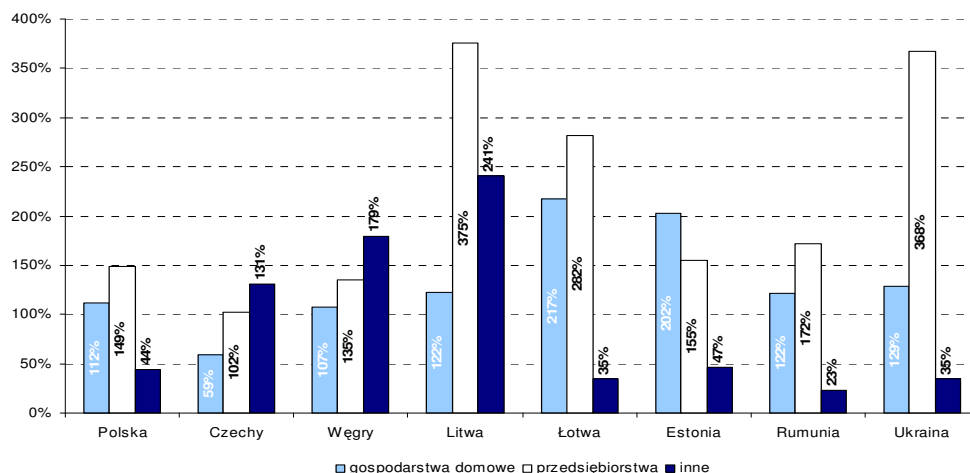
Źródło: DI BRE Banku, banki centralne, NBP

Kredyty/depozyty



Źródło: DI BRE Banku, banki centralne, NBP

Kredyty/depozyty 2008 - segmenty



Źródło: DI BRE Banku, NBP, banki centralne

* „inne” – wolumeny pozostałych segmentów gospodarki, w tym „nierozdydentów”, którzy posiadają zobowiązania i należności w walutach

Ekspozycja na kredyty walutowe

- Ekspozycja netto na kredyty walutowe w Polsce jest znacznie niższa niż w innych krajach regionu, gdzie dodatkowo często wspierana jest przez waluty utrzymywane przez „nierozdydentów”.
- Czynnikiem, który powodował jej wzrost był boom w walutowych kredytach hipotecznych. Ekspozycja przedsiębiorstw wynika tak jak w innych krajach z ekspozycji na przychody w obcych walutach.
- Kredyty walutowe przedsiębiorstw stanowią element ryzyka, gdyż przedsiębiorstwa mogą szybko utracić zdolność do spłaty zobowiązań. Neutralizuje to do pewnego stopnia spadek rynkowych stóp procentowych (EURIBOR). Przy porównaniach Polska znowu wypada lepiej niż inne kraje regionu.
- 90% ekspozycji walutowej gospodarstw domowych wynika z zaangażowania w kredyty hipoteczne. Uważamy, że ryzyko niespłacenia kredytów przez tą grupę klientów jest najmniejsze. Uzasadnienie tego pokazujemy na str. 19 – 26.

Udział kredytów walutowych w kredytach ogółem w Polsce jest na znacznie niższym poziomie niż w większości krajów regionu za wyjątkiem Czech. W Czechach, ze względu na niską relatywną różnicę rynkowych stóp procentowych względem głównych stóp Europy Zachodniej (EURIBOR) popyt na kredyty walutowe oraz oferta banków nie ma istotnego znaczenia dla sektora bankowego. Największa ekspozycja występuje w przypadku przedsiębiorstw oraz pozostałych segmentów. W przypadku przedsiębiorstw wynika to z naturalnej ekspozycji na przychody eksportowe w obcych walutach, a w przypadku pozostałych segmentów ze względu na uwzględnienie w tej grupie „nierozdydentów”, którzy mogą otrzymywać swoje dochody w obcych walutach i jednocześnie posiadają portfel depozytów walutowych.

W przypadku Litwy, Łotwy i Estonii, które utrzymują znaczącą ekspozycję na kredyty walutowe wynika to przede wszystkim z utrzymywania stałego kursu walutowego względem EUR.

Udział kredytów walutowych w kredytach ogółem/ koniec 2008

	Portfel kredytów FX	pozycja netto*	pozycja netto/kredyty razem	kredyty FX/kredyty razem
Polska	208,2	152,6	23,9%	32,6%
Czechy	292	26	1,3%	14,1%
Węgry	11,9	7,96	43,3%	64,7%
Litwa	46	36	50,9%	64,0%
Łotwa	16,6	0,96	5,2%	89,9%
Estonia	209,6	152,5	61,5%	84,6%
Rumunia	107,3	59,9	27,2%	48,7%
Ukraina	446,8	246,7	33,0%	59,8%

Źródło: DI BRE Banku, NBP, banki centralne

* kredyty walutowe pomniejszone o saldo depozytów walutowych

Udział kredytów walutowych w kredytach ogółem/ koniec 2007

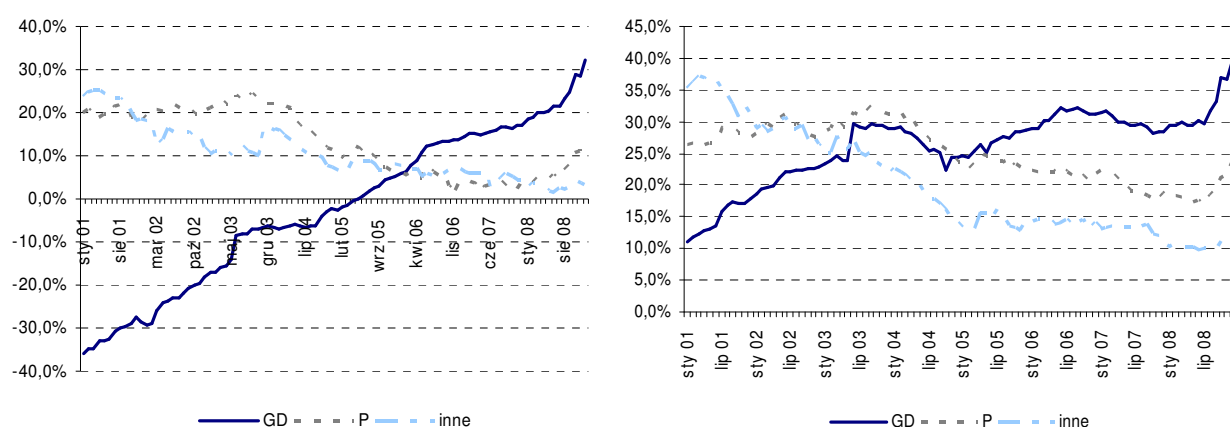
	Portfel kredytów FX	pozycja netto*	pozycja netto/kredyty razem	kredyty FX/kredyty razem
Polska	109,9	52,4	11,1%	23,4%
Czechy	232	-27	-1,5%	13,0%
Węgry	8,7	6,5	41,9%	56,4%
Litwa	33	25	41,9%	54,8%
Łotwa	16,6	1,75	9,5%	89,9%
Estonia	175,65	117,3	52,0%	77,9%
Rumunia	78,3	38,4	21,9%	44,6%
Ukraina	219,8	116,96	27,0%	50,7%

Źródło: DI BRE Banku, NBP, banki centralne

* kredyty walutowe pomniejszone o saldo depozytów walutowych

W Polsce miał miejsce znaczny wzrost ekspozycji na kredyty walutowe w 2007 roku. Wynika to z wysokich wolumenów sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych w 2008 roku oraz osłabienia złotówki w drugiej połowie roku.

Ekspozycja netto/kredyty ogółem (lewy); Kredyty walutowe/kredyty ogółem (prawy) - Polska



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Ekspozycja walutowa w krajach regionu na koniec 2008 – segmenty

	ekspozycja netto*/ kredyty ogółem			kredyty FX/ kredyty ogółem		
	GD	P	inne	GD	P	inne
Polska	32,1%	14,1%	3,4%	40,1%	24,2%	10,5%
Czechy	-7,7%	3,4%	18,8%	0,1%	17,9%	40,4%
Węgry	52,7%	24,5%	82,9%	66,7%	56,3%	89,4%
Litwa	39,8%	60,4%	49,6%	61,6%	67,5%	53,1%
Łotwa	61,8%	73,1%	-182,4%	87,4%	90,3%	92,8%
Estonia	68,7%	56,3%	15,3%	82,4%	86,4%	95,8%
Rumunia	27,7%	35,2%	0,0%	57,3%	55,0%	0,0%
Ukraina	33,5%	41,9%	-144,8%	71,9%	51,6%	70,9%

Źródło: DI BRE Banku, NBP

* kredyty walutowe pomniejszone o saldo depozytów walutowych

W przeszłości polskie gospodarstwa domowe utrzymywały ujemną ekspozycję netto na kredyty walutowe. Wynikało to z dużego poziomu gotówki utrzymywanej przez gospodarstwa domowe w dolarach. Budowa walutowego portfela kredytów hipotecznych zmieniła te relacje. Obecnie większość depozytów utrzymywana jest najprawdopodobniej w EUR i USD (nie mamy oficjalnych danych), a kredyty gospodarstw domowych w przeważającej wielkości utrzymywane są w CHF (wynika to z deklaracji sprzedażowych banków, nie ma oficjalnych danych dzielących portfel kredytów na poszczególne waluty). Przedsiębiorstwa utrzymywały coraz niższą ekspozycję netto na kredyty walutowe. Jej wzrost w drugiej połowie 2008 roku wynika z osłabienia polskiej waluty.

Osłabienie złotówki generuje to dodatkowe ryzyko kredytowe w segmencie przedsiębiorstw. Kredyty walutowe w segmencie przedsiębiorstw dostępne są głównie dla spółek z ekspozycją na dochody walutowe, zatem realnym ryzykiem jest tutaj spadek przychodów eksportowych i niezrealizowanie się części przychodów.

W innych krajach ekspozycja na walutę jest znacznie wyższa niż w Polsce. Nie tylko gospodarstwa domowe utrzymują dużą ekspozycję netto na ryzyko walutowe, ale znacznie wyższe jest ono również w przypadku segmentu przedsiębiorstw. Jednocześnie ekspozycja netto w segmencie „inne” zawiera pozycje portfelowe „nierzydentów”, przez co trudno zakwalifikować ich do jakiegokolwiek z grup (Gospodarstwa domowe czy przedsiębiorstwa). Segment ten generuje jednak również przychody w walutach obcych.

Kredyty na nieruchomości w regionie

Udział kredytów na nieruchomości w kredytach ogółem nie jest istotnie różny od krajów regionu. Wzrost udziałów na koniec roku w dużym stopniu wywołany jest osłabieniem się złotówki w drugiej połowie 2008 roku. Porównując Polskę do Estonii czy Łotwy znacznie mniejszy jest udział portfela kredytów na nieruchomości w PKB, a w przypadku Estonii również w całym portfelu kredytów.

W krajach regionu znacznie większa jest jednak ekspozycja na kredyty na nieruchomości w ogólnej sumie kredytów dla gospodarstw domowych. W Polsce znacznie szerzej rozwinięty jest obszar kredytowania popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych. Jest to uzasadnione oszczędnościami polskich gospodarstw domowych. W przypadku Czech gospodarstwa domowe zadłużone są w niewielkim stopniu.

Portfel kredytów na nieruchomości

	Polska mld PLN	Czechy mld CZK	Węgry mld HUF	Litwa mld LTL	Łotwa mld LAT	Estonia mld EEK
2008						
kredyty na nieruchomości	198	640	3,9	21	5	97
udział w kredytach ogółem	31,0%	30,9%	21,3%	29,4%	27,4%	37,3%
kredyty na nieruchomości/ kredyty GD	53,1%	75,2%	50,8%	69,3%	78,9%	80,5%
kredyty na nieruchomości/PKB	15,7%	17,3%	15,1%	14,1%	31,8%	38,9%
2007						
kredyty na nieruchomości	122	532	3,1	17	5	88
udział w kredytach ogółem	25,9%	29,8%	20,3%	28,0%	27,0%	36,8%
kredyty na nieruchomości/ kredyty GD	47,2%	75,1%	53,2%	66,9%	78,7%	80,9%
kredyty na nieruchomości/PKB	10,4%	15,1%	12,4%	17,3%	31,8%	36,8%
2006						
kredyty na nieruchomości	81	386	2,7	10	3	67
udział w kredytach ogółem	22,3%	27,3%	19,6%	24,8%	26,4%	37,6%
kredyty na nieruchomości/ kredyty GD	43,1%	72,7%	56,8%	65,3%	75,8%	82,4%
kredyty na nieruchomości/PKB	7,6%	12,0%	11,4%	12,5%	29,5%	32,6%
2005						
kredyty na nieruchomości	52	278	2,3	6	2	41
udział w kredytach ogółem	17,7%	22,9%	19,7%	21,3%	20,2%	32,7%
kredyty na nieruchomości/ kredyty GD	37,1%	67,3%	60,3%	69,0%	71,4%	82,2%
kredyty na nieruchomości/PKB	5,3%	9,3%	10,4%	9,0%	18,8%	23,6%
2004						
kredyty na nieruchomości	37	207	1,9	3	1	23
udział w kredytach ogółem	13,9%	19,6%	19,2%	18,5%	15,2%	25,4%
kredyty na nieruchomości/ kredyty GD	32,3%	66,2%	63,7%	68,9%	69,3%	65,3%
kredyty na nieruchomości/PKB	4,0%	7,3%	9,2%	5,5%	13,5%	15,5%

Źródło: DI BRE Banku, NBP, banki centralne, Bloomberg

Kredyty na nieruchomości

- Szacujemy koszty ryzyka w segmencie kredytów hipotecznych na około 0,7% - 1% średniej wartości portfela tych kredytów.
- Kredyty, które generują ryzyko najgłębszych strat dla banków to te udzielone w okresie I – III'08. W sprzedaży dominował CHF, który dodatkowo był rekordowo tani w stosunku do złotówki, a ceny mieszkań znajdowały się na szczytowych poziomach.
- Ekspozycja na ryzyko w poszczególnych bankach zależy od pozycjonowania banku na rynku. Największe straty poniosą ci, którzy większość produkcji realizowało w CHF, jednocześnie notowało bardzo duże przyrosty portfela w okresie I – III'08 i działalność w obszarze hipotecznych stanowi istotną część całkowitej ekspozycji kredytowej banku. Są to: Millennium, a w szczególności Kredyt Bank.
- Bank Handlowy nie udzielał kredytów hipotecznych w ogóle. Nie ma zatem ekspozycji na ryzyko z tego tytułu.
- Bank Pekao nie miał w ofercie walutowych kredytów hipotecznych w ogóle. Jego ekspozycja na ryzyko kredytowe w tym obszarze jest zatem znacznie niższa. Wynika ze spadku cen nieruchomości i wzrostu bezrobocia wśród klientów. Nie zależy od wahań kursów walutowych.
- ING BSK i BZ WBK nie prowadziło sprzedaży walutowych kredytów hipotecznych w 2007 roku. BZ WBK wprowadził je do oferty dla wszystkich klientów w 1Q08 (wcześniej tylko dla klientów otrzymujących dochody w walucie), a ING BSK w drugiej połowie 2008. Mimo że koszt ryzyka na zrealizowanej sprzedaży będzie bardzo wysoki, to jego wpływ na cały portfel kredytów będzie znacznie mniejszy niż w innych bankach sprzedających walutowe kredyty hipoteczne.

Portfel kredytów na nieruchomości wynosił na koniec 2008 roku 198 mld PLN. Kredyty walutowe w tym segmencie wynosiły 135 mld PLN i stanowiły 90% całkowitej ekspozycji gospodarstw domowych na kredyty walutowe. Ekspozycja netto polskich banków na kredyty walutowe (pomniejszone o depozyty walutowe), generowana jest przede wszystkim w obszarze walutowych kredytów hipotecznych gospodarstw domowych. Pozostałe kredyty walutowe to przedsiębiorstwa, które jednocześnie utrzymują przychody w obcych walutach. Ekspozycja netto innych grup klientów nie jest znacząca. Ocena zagrożenia banków z tytułu ekspozycji na kredyty walutowe sprowadza się do oceny jakości i bezpieczeństwa portfela kredytów hipotecznych.

Ceny nieruchomości

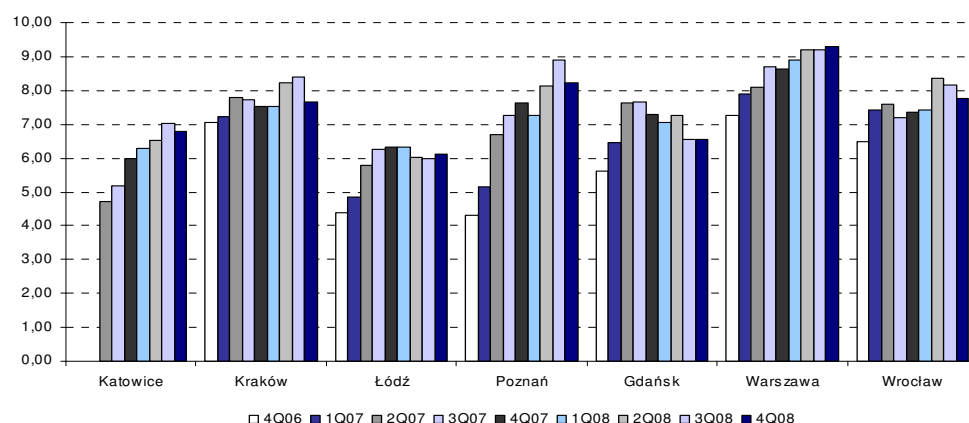
Ryzyko strat dla banku generowane jest w przypadku, gdy wartość zabezpieczenia nie wystarcza na pokrycie kredytu pozostającego do spłacenia należności. Nie ma oficjalnych danych nt. LTV istniejącego portfela kredytów. Banki nie podają również okresowo LTV dla portfeli kredytów hipotecznych, tym bardziej z uwzględnieniem realnych cen mieszkań. LTV jest niższe dla kredytów starszych. Boom kredytowy ostatnich kilku lat generowany był w znacznej mierze na sprzedaży kredytów przy LTV 100% (nawet 110% w przypadku uwzględnienia w kredycie również kosztów transakcyjnych tj. notariusz, podatek od czynności cywilnoprawnej, prowizję pośrednika). Jednak wówczas klient musiał wykupić ubezpieczenie niskiego wkładu własnego, które zmniejszało ekspozycję banku z reguły do 80% LTV. Największym problemem pozostaje więc słaba złotówka, gdyż ubezpieczenie niskiego wkładu własnego pokrywa potencjalny spadek cen mieszkań o około 20% od momentu zakupu. Szczyt cen przypada na lata 2007 – 2008, zatem od tych cen, dla banku spadek wartości zabezpieczenia, zakładając stały kurs walutowy nie generuje potencjalnej ujemnej wartości na kredycie.

Ceny mieszkań w głównych miastach Polski zaczynają spadać. Na podstawie danych nt. cen ofertowych widzimy, że najgłębsze spadki miały miejsce w Gdańsku i Krakowie. Największy, warszawski rynek nie pokazuje jeszcze spadku na bazie cen ofertowych. Obiegowa opinia mówi, że do transakcji dochodzi przy 10 – 20% dyskoncie do ceny ofertowej. Z danych na temat cen transakcyjnych (dostępne od maja 2008) wynika, że są one niższe o około 5 – 10% od ofertowych. Naszym zdaniem skala dyskonta cen transakcyjnych w relacji do ofertowych może sięgać w tym roku nawet 20%.

W 4Q08 ceny transakcyjne spadły o 5 – 10% w relacji do 3Q08. Nie mamy informacji na temat cen transakcyjnych za 4Q07, ale przyjmując jako ceny transakcyjne te z ofert (wówczas na rynku nie było jeszcze tak widocznych różnic między nimi), to ceny spadły tylko w Łodzi i Gdańsku. W pozostałych miastach pozostały na zbliżonych poziomach. Ceny ofertowe na

koniec 2007 roku wzrosły za to nawet o około kilkadziesiąt procent (średnia cena ofertowa w 4Q07 była o 76% wyższa w Poznaniu, o 45% wyższa w Łodzi, o 30% w Gdańsku, o 19% w Warszawie i o 13% we Wrocławiu i o 7% w Krakowie). Według naszych założeń spadki średnich cen transakcyjnych nie będą aż tak głębokie, aby wyceny nieruchomości spadły poniżej poziomów z końca 2006 roku. Na pewno zdarzą się takie przypadki, jednak nie będzie to regułą.

Ceny mieszkań – ofertowe (średnia kwartalna, tys. PLN/mkw)



Źródło: DI BRE Banku, RedNetConsulting

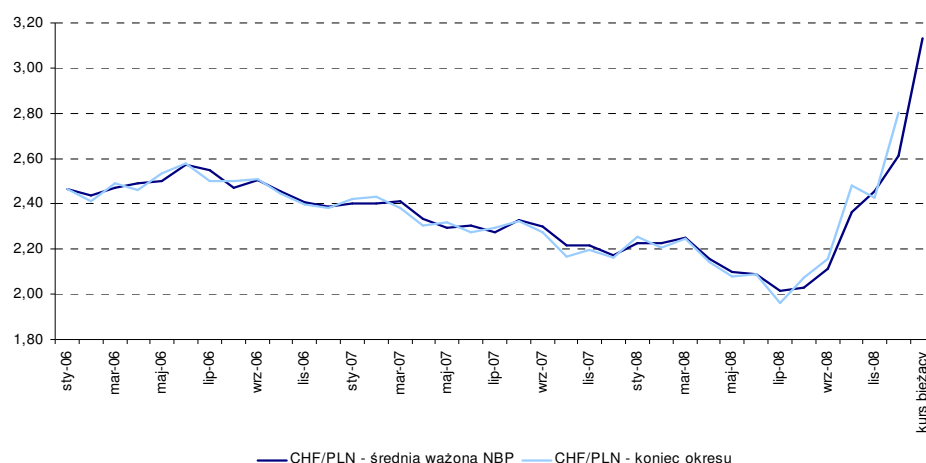
Ceny mieszkań – transakcyjne (średnia kwartalna, tys. PLN/mkw)

	ceny transakcyjne vs. ofertowe					
	2Q08	3Q08	4Q08	2Q08	3Q08	4Q08
Katowice	6,81	7,30	6,14	4%	4%	-10%
Kraków	8,02	7,69	7,36	-3%	-8%	-4%
Łódź	5,50	5,87	5,63	-9%	-2%	-8%
Poznań	8,07	7,86	7,47	-1%	-12%	-9%
Gdańsk	6,42	6,45	6,10	-11%	-2%	-7%
Warszawa	8,37	8,74	8,45	-9%	-5%	-9%
Wrocław	7,53	7,96	7,38	-10%	-3%	-5%
Zmiana Q/Q						
Katowice		7,1%	-15,9%			
Kraków		-4,0%	-4,4%			
Łódź		6,7%	-4,0%			
Poznań		-2,6%	-5,0%			
Gdańsk		0,4%	-5,5%			
Warszawa		4,4%	-3,4%			
Wrocław		5,7%	-7,2%			

Źródło: DI BRE Banku, RedNetConsulting

W latach 2007 – 2008 kurs CHF/PLN pozostawał na znacznie niższym poziomie niż bieżący. Wolumeny kredytów denominowane w obcych walutach sprzedane w okresie ostatnich dwóch lat, przy wysokim LTV oraz na szczytach cen nieruchomości w Polsce są obciążone największym ryzykiem. W latach 2007 – 2008 sprzedano łącznie prawie 57 mld PLN kredytów walutowych, co stanowiło 53% sprzedaży. Jeśli klient nie nadpłacał kredytu, co naszym zdaniem zdarzało się tylko w wybranych przypadkach, spłaty nie przekroczyły 5% ekspozycji (kredyty brane na długie okresy, nawet 30 lat). Istnieje zatem potencjalne ryzyko strat dla banków.

Kurs CHF/PLN



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Największy udział kredytów walutowych w sprzedaży w tym okresie miał Bank Millennium i Kredyt Bank. W przypadku ING BSK i BZ WBK wysoki udział sprzedaży kredytów walutowych wynikał z wejścia tych banków z ofertą kredytów walutowych w 2008 roku. Wolumeny wygenerowane wówczas nie są istotne z punktu widzenia całkowitych portfeli kredytów. Największym sprzedawcą kredytów hipotecznych pozostaje PKO BP, który również ze względu na rozmiar prowadzonej sprzedaży ma największy portfel kredytów walutowych. Jednak w sprzedaży zawsze plasował się poniżej udziałów rynkowych. Wynika to z rozległej sieci sprzedaży i realizowania jej w mniejszych miastach (gdzie kredyty walutowe nie były tak popularne) jak w największych ośrodkach.

Sprzedaż kredytów hipotecznych (mln PLN)

razem	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
BZ WBK	385	529	524	609	509	704	697	408
ING BSK	269	484	422	485	431	535	640	770
Kredyt Bank	546	1265	1105	1030	924	1691	1863	1571
Millennium	1685	2273	1803	1112	1221	1873	1956	440
Pekao	712	1035	1002	790	711	698	630	930
PKO BP	3109	4076	3919	2922	2875	2864	2626	2581
RAZEM	6706	9661	8773	6947	6671	8365	8414	6700
SEKTOR	11673	15461	14915	12255	11355	14962	15418	11074
FX								
BZ WBK	52	57	73	84	212	516	506	169
ING BSK	0	0	0	0	0	0	227	603
Kredyt Bank	126	507	552	602	773	1481	1680	1091
Millennium	1070	1413	1059	723	1016	1754	1861	295
Pekao	40	0	0	1	1	0	0	0
PKO BP	829	999	1171	964	1519	1820	1691	845
RAZEM	2117	2976	2856	2375	3522	5571	5965	3003
SEKTOR	5873	5885	6033	5712	6704	10252	10769	5616
PLN								
BZ WBK	333	473	450	525	297	187	192	239
ING BSK	269	484	422	485	431	535	413	167
Kredyt Bank	420	758	552	428	221	210	183	480
Millennium	614	860	743	398	205	119	96	146
Pekao	672	1035	1002	789	710	698	630	930
PKO BP	2280	3076	2748	1960	1356	1037	935	1736
RAZEM	4588	6686	5918	4584	3220	2787	2449	3697
SEKTOR	6066	8952	8165	6449	4157	3598	3218	4526
FX/ Ogółem								
BZ WBK	13%	11%	14%	14%	42%	73%	72%	41%
ING BSK	0%	0%	0%	0%	0%	0%	35%	78%
Kredyt Bank	23%	40%	50%	58%	84%	88%	90%	69%
Millennium	64%	62%	59%	65%	83%	94%	95%	67%
Pekao	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
PKO BP	27%	25%	30%	33%	53%	64%	64%	33%
RAZEM	32%	31%	33%	34%	53%	67%	71%	45%
SEKTOR	50%	38%	40%	47%	59%	69%	70%	51%

Źródło: DI BRE Banku, prasa, ZBP

Najbardziej zagrożoną grupą kredytów są te sprzedane w 2008 roku, kiedy nałożyło się na siebie kilka negatywnych czynników: ceny mieszkań były na szczycie, kurs CHF/PLN był na historycznie najniższych poziomach, notowano rekordowe poziomy sprzedaży kredytów hipotecznych w walutach. Dodatkowo do banków przychodził klient o coraz gorszej jakości, zgodnie z obiegową opinią, że „kogo było stać na mieszkanie, kupił je wcześniej”, tzn. na początku boom'u w nieruchomościach (wartość zabezpieczenia znacznie wówczas wzrosła).

Zestawienie kluczowych danych dotyczących sprzedaży kredytów hipotecznych FX (mln PLN)

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
a. Sprzedaż kredytów hipotecznych w obcej walucie	5873	5885	6033	5712	6704	10252	10769	5616
b. Sprzedaż w CHF (po kursie z okresu)	2443	2553	2623	2594	3001	4848	5250	2266
c. Wycena sprzedaży historycznej po kursie 3,2 CHF/PLN	7817	8169	8395	8301	9605	15515	16800	7251
c./a. (nowe LTV)	133,1%	138,8%	139,2%	145,3%	143,3%	151,3%	156,0%	129,1%
Średni kurs CHF/PLN	2,40	2,31	2,30	2,20	2,23	2,11	2,05	2,48
Portfel walutowych kredytów hipotecznych	54276	56756	62576	65020	74480	80396	96695	134933
Portfel kredytów hipotecznych ogółem	89960	100019	113295	121802	133987	141539	158034	197863

Źródło: DI BRE Banku, prasa, ZBP

Przeprowadziliśmy analizę potencjalnych strat dla banków generowaną przez portfel kredytów hipotecznych sprzedanych w okresie 1 – 3 kwartał 2008 roku. Nasze założenia są bardzo konserwatywne. Zakładamy, że wszystkie sprzedane wówczas kredyty charakteryzowały się LTV na poziomie 100%. Kupowali przy tym ubezpieczenie niskiego wkładu własnego, które zmniejszało ekspozycję banku do 80% LTV. Na skutek osłabienia złotych bieżące LTV portfela, przy powyższych założeniach znacznie przekracza 100%, a średnia dla sektora to 150%.

W symulacji zakładamy, że aż 10% wszystkich kredytów hipotecznych FX sprzedanych w okresie 1 – 3Q08 będzie zagrożonych. Sprzedaż ta stanowiła na koniec 2008 roku 18,5% portfela kredytów hipotecznych ogółem (przy kursie 2,8 CHF/PLN). W rzeczywistości szkodowość kredytów z tego okresu będzie niższa, za to wystąpią problemy również ze starymi należnościami. Te z kolei kupowane były przy znacznie niższych cenach nieruchomości.

Kalkulacja potencjalnych strat dla różnych scenariuszy - sektor

		Spadek wartości zabezpieczenia 10% portfela				
		0%	-10%	-20%	-30%	-40%
Suma sprzedaży kredytów walutowych (mln PLN)	27725	2772	2495	2218	1941	1663
Sprzedaż przeliczona na CHF (mln CHF)	13100					
Sprzedaż w okresie przy CHF/PLN 3,2 (mln PLN)	41920	4192	4192	4192	4192	4192
Bieżące LTV	151,2%	151,2%	168,0%	189,0%	216,0%	252,0%
Skala ubezpieczenia (mln PLN)		554,5	554,5	554,5	554,5	554,5
Niezabezpieczona ekspozycja (mln PLN)		865	1142	1419	1697	1974
Straty/kredyty hipoteczne walutowe XII'08		0,6%	0,8%	1,1%	1,3%	1,5%
Straty/kredyty hipoteczne razem XII'08		0,4%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%

Źródło: DI BRE Banku, prasa, ZBP

Z analizy wynika, że przy scenariuszu spadku cen nieruchomości o 20%, utrzymaniu się kursu walutowego na poziomie 3,2 CHF/PLN koszty ryzyka w całym sektorze powinny sięgnąć około 0,7%. Jednak w zależności od aktywności poszczególnych banków na polu sprzedaży kredytów walutowych ich koszt ryzyka może się wahać. Największych kosztów ryzyka oczekujemy w bankach, które „załapały” się na sprzedaż kredytów hipotecznych jako ostatni, tych, u których dominowała sprzedaż kredytów walutowych i skala sprzedaży i obecności na rynku kredytów hipotecznych istotnie waży w całkowitym portfelu kredytów. Niechlubnym zwycięzcą tego rankingu jest Kredyt Bank. Rozpoczął on sprzedaż relatywnie późno, w rosnących wolumenach sprzedaży 2008 roku dominował frank szwajcarski, a portfel kredytów hipotecznych stanowi 46% portfela kredytów brutto.

Czy Polaka stać na ratę?

- Polacy są w stanie spłacać kredyty walutowe, nawet biorąc pod uwagę wyższy kurs walutowy. Głównym czynnikiem neutralizującym negatywny wpływ kursu walutowego jest niższe oprocentowanie kredytów.
- Wyższa rata kredytu mieszkaniowego zagraża jakości portfela kredytów konsumpcyjnych. Klient w pierwszej kolejności spłaca kredyt na mieszkanie, gdyż popyt na mieszkania wynika z braku nawet jednej nieruchomości w znaczącej liczbie gospodarstw domowych. Maksymalizacja raty kredytu mieszkaniowego ogranicza popyt konsumpcyjny i zdolność do regulowania rat pozostałych kredytów.
- Zagrożeniem dla banków jest znacznie wyższy poziom kredytu w relacji do pierwotnej kwoty. W przypadku niezdolności klienta do spłaty raty, bank ponosi stratę z tytułu tej różnicy (pomniejszoną o dotychczasowe spłaty i ubezpieczenia części ekspozycji kredytowej – ubezpieczenie niskiego wkładu własnego).
- Ryzyko pogorszenia jakości zarówno kredytów złotówkowych jak i walutowych wynika przede wszystkim z utraty dotychczasowego poziomu zarobków (utrata pracy, obniżenie pensji).
- Największe ryzyko reprezentują obecnie klienci zaciągający kredyty w 2008 roku (przy historycznie najniższych poziomach kursu CHF/PLN. W ich przypadku spadek oprocentowania kredytu nie pokrył w pełni negatywnego wpływu osłabienia złotówki. Rata kredytu zaciągniętego w 3Q08 przy kursie CHF/PLN 3,2 i bieżącym oprocentowaniu jest o 11% wyższa w stosunku do raty wyjściowej).

Potencjalne straty zostaną zaksięgowane w wynikach dopiero w momencie pojawienia się problemów ze spłatą miesięcznej raty. Pojawia się zasadnicze pytanie: Na co stać kredytobiorcę? Szczególnie tego, który zadłużył się w ciągu ostatnich dwóch lat.

Kurs CHF/PLN znacznie wzrósł, co mocno nadwyręża budżet gospodarstwa domowego. Jednak jednocześnie bardzo mocno spadło oprocentowanie takiego kredytu. Zatem na ekspozycji walutowej gospodarstw domowych jest istotna poduszka bezpieczeństwa. Dodatkowo należy wziąć pod uwagę fakt, że zgodnie z Rekomendacją S klienci zainteresowani kredytem we franku musieli mieć zdolność kredytową o 20% wyższą niż klienci zainteresowani tą samą kwotą w złotych (weszła w życie z końcem czerwca 2006). Jest to dodatkowy bufor bezpieczeństwa dla banku. W Polsce ponad 1 mln gospodarstw domowych nie ma własnego lokum. Motyw zakupu jest zatem zupełnie inny niż w przypadku krajów rozwiniętych (domek letni, inwestycje, itd...). Większa jest zatem chęć utrzymania spłat miesięcznych rat, nawet kosztem standardu życia (konsumpcji).

W przypadku utraty pracy przez klienta banku, ryzyko niespłacenia kredytu jest bardzo duże (większość gospodarstw nie posiada oszczędności umożliwiających okresową spłatę zobowiązań). W przypadku utrzymania pracy, nawet przy braku wzrostu wynagrodzenia na przestrzeni ostatnich dwóch lat, nasza analiza wskazuje, że utrata zdolności do regulowania zobowiązań mogła mieć miejsce przy zbyt agresywnym podejściu banku do analizy kredytowej, lub wysokim poziomie kosztów stałych, w relacji do założeń kalkulatorów kredytowych.

Obciążenie gospodarstwa domowego ratą kredytów i wymogi kredytowe banku (liczone na kalkulatorach kredytowych Open Finance w końcu października, czyli dopiero na początku fali zaostrzania kryteriów przez banki) liczymy na przykładzie trzyosobowego gospodarstwa domowego chcącego zaciągnąć kredyt na 300 tys. PLN (zbliżone do bieżącej średniej kwoty kredytu podawanej przez ZBP, ale wyższej niż średnia kwota wartości kredytu na początku 2007 roku). Dodatkowe założenia to: 600 PLN kosztów utrzymania mieszkania i 500 PLN pozostałych opłat stałych (nie uwzględniają one kosztów podstawowego utrzymania, tzn. bank sam przyjmuje założenia ile kosztuje utrzymanie takiej rodziny). Założenia dla kredytu: trzydziestoletni okres spłaty i LTV na poziomie 100% (argument: stara się on zminimalizować ratę, stąd maksymalny okres kredytowania. Założenia pomaga również ustalić minimalny próg zarobków, przy którym dana kwota kredytu staje się dostępna, gdyż maksymalizuje okres spłaty wyznaczając minimalną dostępną ratę. Założenie kredytowania 100% wartości nieruchomości jest bardziej dyskusyjne (średni wolumen sprzedaży był realizowany poniżej LTV 100%), ale tu również dużą rolę odgrywa cel ustalenia minimalnego progu zarobków do uzyskania określonej kwoty kredytu. Wyznaczamy minimalny poziom zarobków brutto gospodarstwa domowego, przy którym możliwe stawało się uzyskanie takiej kwoty kredytu w 3Q06. Rodzina taka musiała mieć dochód brutto na poziomie 6300 PLN (ok. 4000 PLN

dochodu netto), aby dostać kredyt w PLN w 3Q06, podczas gdy tą samą kwotę w CHF mogło dostać gospodarstwo mające 7800 PLN dochodu brutto (ok. 5000 PLN dochodu netto).

Rata kredytu na 300 tys. PLN na 30 lat przy odpowiednim otoczeniu makroekonomicznym

	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
kurs PLN/CHF	2,51	2,41	2,40	2,31	2,30	2,20	2,23	2,11	2,05
LIBOR (CHF)	1,68%	1,97%	2,24%	2,51%	2,80%	2,75%	2,78%	2,79%	2,82%
Koszt nowych umów kredytowych w CHF			4,09%	4,18%	4,59%	4,82%	4,78%	4,87%	4,87%
WIBOR (PLN)	4,20%	4,20%	4,22%	4,52%	4,98%	5,48%	5,91%	6,49%	6,56%
Koszt nowych umów kredytowych w PLN	6,37%	6,28%	6,11%	6,35%	6,78%	7,25%	7,62%	8,26%	8,75%
Ilość pożyczanych CHF przy zadanym PLN/CHF	119651	124302	124783	130142	130459	136244	134319	141879	146249
Rata kredytu w PLN	1871	1853	1820	1867	1952	2047	2122	2256	2360
Rata kredytu w CHF			602,23	634,90	668,01	716,47	703,10	750,40	773,52
Rata kredytu w CHF wyrażona w PLN			1448	1464	1536	1578	1570	1587	1587
Rata kredytu w CHF wyrażona w PLN + 5,7% spreadu walutowego			1531	1547	1624	1668	1660	1677	1677
Różnica vs. rata w CHF bez spreadu			25,7%	27,5%	27,1%	29,7%	35,2%	42,2%	48,7%

Źródło: DI BRE Banku, kalkulator kredytowy Open Finance, NBP

Powyższa tabela pokazuje miesięczną ratę klienta zaciągającego kredyt na 300 tys. PLN w złotych i we frankach szwajcarskich biorąc pod uwagę oprocentowanie kredytów w danym okresie. Poniższa tabelka pokazuje, jak zmienia się rata klienta biorąc pod uwagę zmianę kursu walutowego, przy niezmiennym oprocentowaniu kredytu, pozostającym na poziomie w okresie uruchomienia kredytu. Pokazuje to, że raty zrównywały się przy kursie CHF/ PLN w przedziale 2,8 – 3,10, przy czym największa skala dotyczyła poziomu 3 CHF/PLN.

Symulacja dla kredytu na 300 tys. PLN (PLN)

Okres:	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
Kwota pożyczanych CHF:	124783	130142	130459	136244	134319	141879	146249
Kurs CHF/PLN	2,40	2,31	2,30	2,20	2,23	2,11	2,05
Rata kredytu w PLN*	1820	1867	1952	2047	2122	2256	2360
Oprocentowanie umów PLN	6,11%	6,35%	6,78%	7,25%	7,62%	8,26%	8,75%
Rata kredytu w CHF**	602,23	634,90	668,01	716,47	703,10	750,40	773,52
Oprocentowanie umów CHF	4,09%	4,18%	4,59%	4,82%	4,78%	4,87%	4,87%
Rata kredytu w CHF w PLN	1448	1464	1536	1578	1570	1587	1587
Rata kredytu w CHF w PLN+ spread	1530	1547	1624	1668	1660	1677	1677
Różnica	25,7%	27,5%	27,1%	29,7%	35,2%	42,2%	48,7%
rata CHF wyrażona w PLN przy kursie: * pola jasnoniebieskie – rata kredytu w CHF w momencie uruchomienia kredytu ze spreadem i bez ** pola szare – poziom kursu walutowego przy którym rata kredytu w CHF zrównuje się z ratą kredytu złotówkowego przy danym poziomie stóp procentowych	2,00	1204,5	1269,8	1336,0	1432,9	1406,2	1500,8
	2,10	1264,7	1333,3	1402,8	1504,6	1476,5	1575,8
	2,20	1324,9	1396,8	1469,6	1576,2	1546,8	1650,9
	2,30	1385,1	1460,3	1536,4	1647,9	1617,1	1725,9
	2,40	1445,4	1523,8	1603,2	1719,5	1687,4	1801,0
	2,50	1505,6	1587,3	1670,0	1791,2	1757,8	1876,0
	2,60	1565,8	1650,7	1736,8	1862,8	1828,1	1951,0
	2,70	1626,0	1714,2	1803,6	1934,5	1898,4	2026,1
	2,80	1686,2	1777,7	1870,4	2006,1	1968,7	2101,1
	2,90	1746,5	1841,2	1937,2	2077,8	2039,0	2176,2
	3,00	1806,7	1904,7	2004,0	2149,4	2109,3	2251,2
	3,10	1866,9	1968,2	2070,8	2221,1	2179,6	2326,2
	3,20	1927,1	2031,7	2137,6	2292,7	2249,9	2401,3
	3,30	1987,4	2095,2	2204,4	2364,4	2320,2	2476,3
	3,40	2047,6	2158,7	2271,2	2436,0	2390,5	2551,4
	3,50	2107,8	2222,2	2338,0	2507,6	2460,9	2626,4
	3,60	2168,0	2285,6	2404,8	2579,3	2531,2	2701,4
	3,70	2228,3	2349,1	2471,6	2650,9	2601,5	2776,5

Źródło: DI BRE Banku, Open Finance, NBP

* wyliczona dla średniego oprocentowania nowych umów na kredyty hipoteczne w okresie

** wyliczona dla średniego oprocentowania nowych umów na kredyty hipoteczne w okresie

Należy zaznaczyć, że gospodarstwo domowe musiało wykazać się dochodami o mniej więcej 20% wyższymi, aby uzyskać taki sam kredyt zgodnie z Rekomendacją S. Zatem nawet przy zrównaniu się rat kredytu dla tej samej kwoty, gospodarstwo domowe ma jeszcze pewien bufor bezpieczeństwa wynikający z wyższych dochodów. Przesunięcie progu kursu walutowego, przy którym gospodarstwa domowe posiadające kredyty walutowe przekraczają swoją „maksymalną ratę” wynosi 3,36 – 3,72 CHF/PLN, przy największej grupie klientów przy

poziomach 3,6 CHF/PLN. Obciążenie klienta jest wówczas maksymalne. Nie uzyskałby on kredytu na żadaną kwotę w PLN.

Kontrargumentem do tej tezy jest fakt utrzymywania bardzo agresywnej sprzedaży kredytów hipotecznych przez banki i np. zaniżania tzw. „minimów socjalnych” dla gospodarstwa domowego lub nieuwzględniania innych obciążeń kredytowych (kredytów gotówkowych, czy zadłużenia na kartach kredytowych). Opracowywana obecnie Rekomendacja T uwzględnia w swoich zapisach utrzymanie maksymalnego obciążenia wszystkimi ratami jakichkolwiek kredytów łącznie do poziomu połowy dochodów gospodarstwa domowego. Jak wynika z naszej analizy, wcześniej założenie to było stosowane tylko w stosunku do raty kredytu hipotecznego i mogło nie uwzględniać innych rat. Utrzymywanie się słabej złotówki jest zagrożeniem dla kredytów gotówkowych itp., gdyż klient będzie starał się w pierwszej kolejności spłacić ratę kredytu hipotecznego.

Poniżej przedstawiamy symulację zdolności kredytowej naszego przykładowego gospodarstwa domowego. Musiało mieć 6,6 tys. zarobków brutto dla kredytów w PLN i 7,8 tys. PLN dla kredytu w CHF, aby uzyskać kredyt w 1Q07. Ze względu na późniejszy wzrost rynkowych stóp procentowych w Polsce dostępna kwota kredytu dla określonych poziomów zarobków zmniejszała się.

Symulacja zdolności kredytowej dla przykładowego gospodarstwa domowego (tys. PLN)

	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
Oprocentowanie nowych umów kredytowych w PLN	6,37%	6,28%	6,11%	6,35%	6,78%	7,25%	7,62%	8,26%	8,75%
Maksymalny kredyt GD o dochodzie brutto 6300 PLN	303,1	306,0	311,6	303,7	290,5	277,1	267,2	251,3	240,2
Maksymalny kredyt GD w CHF o doch. brutto 6300 PLN	242,5	244,8	249,2	243,0	232,4	221,6	213,7	201,1	192,2
Maksymalna rata kredytowa GD o dochodzie brutto 6300 PLN	1,89								
Maksymalny kredyt GD o dochodzie brutto 7800 PLN	375,3	378,8	385,7	376,1	359,7	343,0	330,8	311,2	297,4
Maksymalny kredyt GD w CHF o doch. brutto 7800 PLN	300,2	303,1	308,6	300,9	287,7	274,4	264,6	248,9	238,0
Maksymalna rata kredytowa GD o dochodzie brutto 7800 PLN	2,34								

Źródło: DI BRE Banku,

* założenia: Gospodarstwo domowe składa się z 3 osób. Koszt utrzymania mieszkania – 600 PLN, Poziom pozostałych zobowiązań – 500 PLN. Kredyt na 30 lat, 100% LTV

** rata kredytu – wyliczona na podstawie kalkulatora kredytowego Open Finance

*** oprocentowanie w każdym z kwartałów odpowiada średniemu oprocentowaniu nowych umów kredytowych w PLN w okresie – dane NBP

Poziom raty kredytu na 300 tys. PLN przy zmiennych stopach procentowych i walucie kredytu

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
Średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych w PLN	6,11%	6,35%	6,78%	7,25%	7,62%	8,26%	8,75%
Rata kredytu	1820	1867	1952	2047	2122	2256	2360
Średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych w CHF	4,09%	4,18%	4,59%	4,82%	4,78%	4,87%	4,87%
Kurs PLN/CHF	2,40	2,31	2,30	2,20	2,23	2,11	2,05
Rata kredytu w CHF	602	635	668	716	703	750	774
Rata kredytu w CHF wyrażona w PLN bez spreadu	1448	1464	1536	1578	1570	1587	1587
Rata kredytu w CHF wyrażona w PLN - spread 5,7%	1530	1547	1624	1668	1660	1677	1677
Rata kredytu w CHF przy PLN/CHF 2,7	1626	1714	1804	1934	1898	2026	2089

Źródło: DI BRE Banku,

* rata kredytu – wyliczona na podstawie kalkulatora kredytowego Open Finance

** oprocentowanie nowych umów kredytowych – NBP

** kurs PLN/CHF – średnia w kwartale

Powyższe zestawienie pokazuje jak zmieniała się rata kredytu gospodarstwa domowego, które starałoby się o kredyt w każdym z kwartałów. Umocnieniu złotówki towarzyszył wzrost stóp procentowych w Polsce co wymuszało coraz wyższy poziom dochodu do zaciągania bieżących zobowiązań. Zatem jeśli klient starał się o kredyt hipoteczny w 3Q08, gdy średni kurs PLN/CHF wynosił 2,05, musiał mieć zdolność kredytową o 20% wyższą niż zdolność kredytowa wyliczona dla kredytu w PLN przy WIBOR 3M na poziomie ok. 6,6%. Gwałtowne umocnienie franka szwajcarskiego istotnie zwiększa jego ratę kredytową, jednak ma on zdecydowanie wyższą zdolność kredytową niż klient zaciągający kredyt w drugiej połowie 2006 roku. Przy dochodzie 7,8 tys. PLN brutto taka rodzina nie dostałaby kredytu na 300 tys. PLN w 3Q08.

Poziom kursu walutowego wskazuje, że obecnie raty kredytów zrównałyby się, gdyby stopy procentowe nie uległy zmianom. Nastąpił spadek rynkowych stóp procentowych zarówno w Polsce jak i w Szwajcarii. Obecnie LIBOR (CHF) 3M wynosi 0,5%. Obciążenie gospodarstw domowych ratą kredytu znacznie spada na skutek spadku stóp procentowych. W relacji do oprocentowania w 3Q08 byłoby ono o około 2,3 pp. niższe. Obecnie sprzedawane kredyty są obciążone znacznie wyższą marżą (przez co bezużyteczne staje się aplikowanie bieżących

statystyk dotyczących oprocentowania nowych umów kredytowych w CHF). Poniżej przedstawiamy kalkulację raty dla określonych kwartałów przy założeniu, że LIBOR (CHF) dla tych kredytów spadł z pierwotnego poziomu do 0,5%. W rzeczywistości proces dostosowania oprocentowania kredytów nie jest tak szybki (banki liczą średnie za okres, część sprzedaży prowadzona była przy założeniu stałego oprocentowania przez określony okres trwania umowy lub miała inne obostrzenia spowalniające proces dostosowawczy). Jednak w horyzoncie 3 – 6 miesięcy oprocentowanie spadnie. Dla gospodarstw domowych najgroźniejszy jest długotrwały, a nie przejściowy wzrost raty kredytowej.

Kalkulacja miesięcznej raty przykładowego kredytu dla niższych stóp procentowych (PLN)

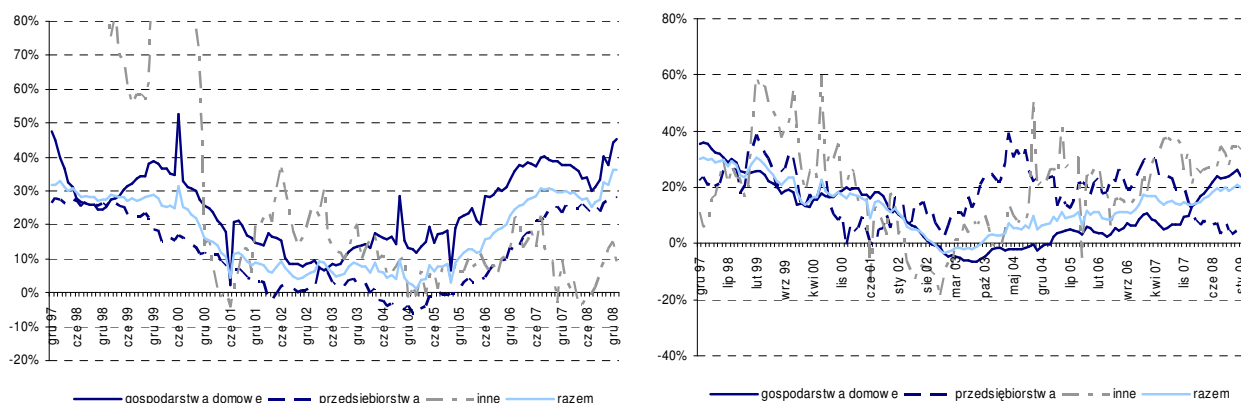
Okres uruchomienia kredytu:		1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
Rata kredytu wyrażona w CHF:		484	493	501	543	531	566	582
Oprocentowanie:		2,36%	2,18%	2,29%	2,57%	2,51%	2,57%	2,55%
rata CHF wyrażona w PLN przy kursie:	2,00	968,0	985,7	1002,7	1086,6	1062,8	1131,5	1163,3
	2,10	1016,4	1034,9	1052,8	1140,9	1116,0	1188,1	1221,5
	2,20	1064,8	1084,2	1102,9	1195,3	1169,1	1244,7	1279,7
	2,30	1113,2	1133,5	1153,1	1249,6	1222,3	1301,3	1337,8
	2,40	1161,6	1182,8	1203,2	1303,9	1275,4	1357,8	1396,0
	2,50	1210,0	1232,1	1253,4	1358,3	1328,6	1414,4	1454,2
	2,60	1258,4	1281,4	1303,5	1412,6	1381,7	1471,0	1512,3
	2,70	1306,8	1330,6	1353,6	1466,9	1434,8	1527,6	1570,5
	2,80	1355,2	1379,9	1403,8	1521,2	1488,0	1584,2	1628,7
	2,90	1403,6	1429,2	1453,9	1575,6	1541,1	1640,7	1686,8
	3,00	1452,0	1478,5	1504,0	1629,9	1594,3	1697,3	1745,0
	3,10	1500,4	1527,8	1554,2	1684,2	1647,4	1753,9	1803,2
	3,20	1548,8	1577,1	1604,3	1738,6	1700,5	1810,5	1861,3
	3,30	1597,2	1626,3	1654,4	1792,9	1753,7	1867,0	1919,5
	3,40	1645,6	1675,6	1704,6	1847,2	1806,8	1923,6	1977,7
	3,50	1694,0	1724,9	1754,7	1901,6	1860,0	1980,2	2035,8
	3,60	1742,4	1774,2	1804,8	1955,9	1913,1	2036,8	2094,0
	3,70	1790,8	1823,5	1855,0	2010,2	1966,3	2093,3	2152,2
Wyjściowa rata kredytu w CHF + spread		1530	1547	1624	1668	1660	1677	1677
Różnica poziomu przy kursie CHF/PLN 3,2		1,2%	1,9%	-1,2%	4,3%	2,5%	7,9%	11,0%

Źródło: DI BRE Banku, NBP, Open Finance

Rewizja prognozy wolumenów

- Poprzednia prognoza zakładała wzrost portfela kredytów o około 6% R/R, przy zbliżonym wzroście depozytów. Taki scenariusz był osiągalny w przypadku wzrostu PKB o około 1,8%.
- Zakładamy obecnie bardziej konserwatywne podejście do oceny wzrostu wolumenów. Największy problem dostrzegamy w segmencie przedsiębiorstw. Banki znacznie ograniczyły podaż kredytu dla tego segmentu (ograniczanie potencjalnego RWA). Częściowo przedsiębiorstwa ograniczają korzystanie z niego, na skutek ograniczenia popytu na ich produkcję (wstrzymanie inwestycji) oraz ze względu na znaczny wzrost kosztów finansowania kredytem
- Oczekujemy spadku portfela kredytów i depozytów przedsiębiorstw i zmniejszenia relacji kredyty/depozyty w tym segmencie. Depozyty będą konsumowane na finansowanie bieżącej działalności, a kredyty nie będą odnawiane. Uważamy, że motorem wzrostu pozostanie segment gospodarstw domowych, który jednak ze względu na większy niż zakładaliśmy poprzednio wzrost bezrobocia oraz obawy o swoją przyszłość (niskie odczyty indeksów optymizmu konsumentów) rezygnują z zaciągania kredytów.
- Według negatywnego scenariusza kredyty w tym roku nie wzrosną w relacji do poziomów z końca 2008 roku. Depozyty wzrosną, ale o symboliczne 2,3% R/R. Do tej pory w polskiej bankowości tylko raz mieliśmy od czynienia ze spadkiem bazy depozytowej (październik 2002 – wrzesień 2003). Był to wynik znacznego wzrostu stopy bezrobocia i dotyczył klientów detalicznych. Przedsiębiorstwa odkładały w tym czasie depozyty. Portfel kredytów jeszcze nigdy nie zanotował spadku R/R, choć w segmencie przedsiębiorstw okres III.04 – XI.05 upłynął pod znakiem malejących kredytów.

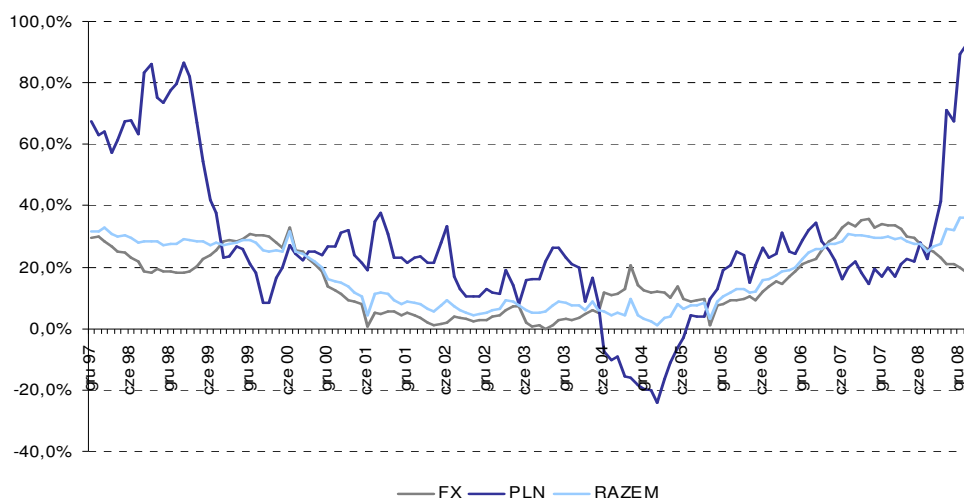
Kredyty – zmiana R/R (lewy wykres), Depozyty – zmiana R/R (prawy wykres)



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Obecnie wzrost portfela kredytowego napędzany jest przede wszystkim osłabieniem złotówki. Poniższy wykres pokazuje, że kredyty w PLN zaczynają zmniejszać tempo wzrostu, podczas gdy kredyty walutowe wystrzeliły w górę. Szacowana dynamika wzrostu rocznego na koniec stycznia oczyszczona o wpływ osłabienia PLN wynosiłaby 49% R/R dla kredytów walutowych i 27% R/R dla całego portfela kredytów. Ograniczenie podaży kredytów walutowych dla klientów indywidualnych i mniejsze potrzeby kredytowe przedsiębiorstw powinny doprowadzić do spadku udziału portfela kredytów walutowych w kredytach ogółem. Umocnienie złotówki również zmniejszy udział tego portfela w portfelu kredytów.

Kredyty – zmiana R/R (FX i PLN)



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Przyjmując negatywny scenariusz makroekonomiczny zakładamy, że wolumen portfela kredytów brutto spadnie o niespełna 1% w tym roku. Taki scenariusz budujemy na bazie obaw, że banki wycofują się z kredytowania przedsiębiorstw i bardzo ostrożnie podchodzą do udzielania kredytów na rzecz gospodarstw domowych (zaostżone kryteria, limity wynikające z dostępu do finansowania, koszt finansowania).

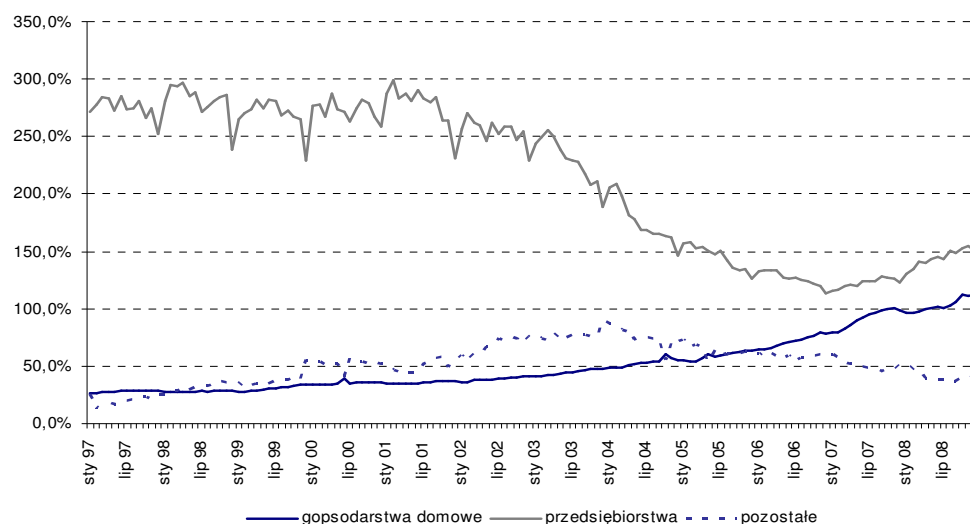
Głównymi argumentami za ograniczeniem podaży kredytów w obszarze przedsiębiorstw jest rosnące ryzyko takiej działalności, koszt finansowania, a przede wszystkim ograniczony apetyt na aktywa wazone ryzykiem. Banki będą konsolidowały sumy bilansowe w celu wzmocnienia pozycji kapitałowej. Kredyt inwestycyjny stanie się dobrem rzadkim, a kredyt obrotowy znacznie zdrożeje.

Naszym zdaniem istnieje bardzo realna szansa, że wolumeny kredytów w tym roku wzrosną. Opracowanie służy pokazaniu negatywnego scenariusza rozwoju sytuacji, w który na obecną chwilę nie wierzymy. Przy takim scenariuszu następuje spadek relacji kredyty brutto/depozyty do poziomu 108% (średnia dla strefy euro). Nie bierzemy przy tym pod uwagę ruchów na kursach walutowych. Zakładamy, że na koniec roku utrzymają się one na poziomie 2,8

CHF/PLN i 4,17 EUR/PLN. Umocnienie złotówki powyżej tych poziomów oznacza dalszy spadek poziomu historycznego portfela kredytów (rewaluacja kredytów walutowych), przy znacznie mniejszej presji na wolumen depozytów (walutowa ekspozycja netto wynosi w tym zakresie 152 mld PLN na koniec 2008 roku).

Jednocześnie oczekujemy przyrostu depozytów na poziomie 2,6%. Zmniejszenie relacji kredyty/depozyty nastąpi w segmencie przedsiębiorstw. Założenie, że banki będą negatywnie podchodzić do kredytowania przedsiębiorstw wymusi na nich konsumowanie posiadanych środków finansowych. Mimo, że historycznie wskaźnik kredyty/depozyty historycznie pozostawały na wyższych poziomach, naszym zdaniem obecne wydarzenia rynkowe wskazują na niechęć banków do finansowania kredytów przedsiębiorstw. Ocena ryzyka związanego z kredytowaniem przedsiębiorstw jest obecnie bardzo negatywna. Mniejsza skala zadłużenia przedsiębiorstw w obecnym otoczeniu makroekonomicznym sugeruje jednak mniejszą skalę kosztów ryzyka kredytowego dla banków. W poprzednim cyklu makroekonomicznym argumentem za wysokimi kosztami ryzyka kredytowego była zbyt „łagodna” polityka kredytowania przedsięwzięć biznesowych, często nie poparta rzetelną analizą kredytową klienta.

Kredyty/depozyty



Źródło: DI BRE Banku

Wolumeny w sektorze – prognoza przy negatywnym scenariuszu (mln PLN)

Kredyty brutto						Depozyty				
	GD	P	Pozostałe	RAZEM	GD+P	GD	P	Pozostałe	RAZEM	GD+P
2007	258057	175594	34765	468416	433651	262787	144522	67799	475108	407308
2008	372430	227912	39997	640339	600342	332001	151272	91121	574394	483273
2009	398384	197161	43055	638600	595545	355138	140829	95677	591644	495967
2010	418328	206431	49991	674750	624759	372916	147451	105245	625612	520367
2011	447745	232291	57885	737921	680036	399140	165922	115769	680832	565063
2012	492520	255520	70040	818080	748040	439055	182514	127346	748915	621569
2013	531922	275961	82520	890403	807883	474179	197115	137534	808828	671294
2014	563837	292519	87472	943828	856356	502630	208942	145786	857358	711572

Kredyty brutto						Depozyty				
	GD	P	Pozostałe	RAZEM	GD+P	GD	P	Pozostałe	RAZEM	GD+P
2008	44,3%	29,8%	15,1%	36,7%	38,4%	26,3%	4,7%	34,4%	20,9%	18,7%
2009	7,0%	-13,5%	7,6%	-0,3%	-0,8%	7,0%	-6,9%	5,0%	3,0%	2,6%
2010	5,0%	4,7%	16,1%	5,7%	4,9%	5,0%	4,7%	10,0%	5,7%	4,9%
2011	7,0%	12,5%	15,8%	9,4%	8,8%	7,0%	12,5%	10,0%	8,8%	8,6%
2012	10,0%	10,0%	21,0%	10,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
2013	8,0%	8,0%	17,8%	8,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
2014	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Kredyty brutto/Depozyty					
	GD	P	Pozostałe	RAZEM	GD+P
2007	98,2%	121,5%	51,3%	98,6%	106,5%
2008	112,2%	150,7%	43,9%	111,5%	124,2%
2009	112,2%	140,0%	45,0%	107,9%	120,1%
2010	112,2%	140,0%	47,5%	107,9%	120,1%
2011	112,2%	140,0%	50,0%	108,4%	120,3%
2012	112,2%	140,0%	55,0%	109,2%	120,3%
2013	112,2%	140,0%	60,0%	110,1%	120,3%
2014	112,2%	140,0%	60,0%	110,1%	120,3%

Źródło: DI BRE Banku

Ryzyko kredytowe

W obszarze kredytów gospodarstw domowych 53% całkowitego zadłużenia stanowią kredyty hipoteczne. Całość zadłużenia pozostającego poza obszarem kredytów hipotecznych można traktować jako szeroko rozumiane consumer finance. Dominuje tu debet w koncie, kredyty gotówkowe i ratalne, zadłużenie na karcie kredytowej, kredyty samochodowe itd.

W bazowym scenariuszu dla kredytów hipotecznych nakreślonym wcześniej koszt ryzyka sięgnąłby około 1% wszystkich kredytów na nieruchomości. Naszym zdaniem jeśli spowolnienie nie będzie głębokie (ujemne PKB) to długotrwałe koszty ryzyka w tym obszarze mogą utrzymać się na niższych poziomach. Przy portfelu na koniec roku rzędu 198 mld PLN, daje to rezerwy na poziomie 1,98 mld PLN.

Pozostaje pula pozostałych kredytów detalicznych. Jest to 169 mld PLN należności wobec banków. Jeśli przyłożyć do tego 4% kosztów ryzyka, to banki odpiszą na ten cel prawie 6,8 mld PLN.

Największą niepewnością charakteryzują się kredyty korporacyjne. Scenariusz optymistyczny zakładał 100 pb ryzyka kredytowego w obszarze korporacyjnym. Obecnie zakładamy 200 pb. W przypadku przekroczenia poziomu 200 pb ryzyka kredytowego na kredytach korporacyjnych, Bank Millennium oraz Kredyt Bank zanotują straty.

Koszt ryzyka w oparciu o kredyty brutto dla sektora

	2008	scenariusz optymistyczny	scenariusz bazowy	scenariusze pesymistyczne		
				A.	B.	C.
Kredyty na nieruchomości FX	134933	0,30%	1,00%	1,50%	1,50%	1,50%
Kredyty na nieruchomości PLN	62930	0,30%	0,50%	1,00%	1,00%	1,00%
Kredyty pozostałe gospodarstw domowych	174567	3,00%	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%
Kredyty przedsiębiorstw	227912	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Razem gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa	600342	1,35%	2,20%	2,74%	3,41%	3,79%

Źródło: DI BRE Banku, opracowanie własne na podstawie danych NBP

W scenariuszu pesymistycznym A. Bank Millennium i Kredyt Bank zanotują straty, jeśli zrealizuje się nasza prognoza dotycząca wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw w 2009 roku. W przypadku scenariusza B. również ING BSK zanotuje ujemny wynik.

Poniżej przedstawiamy symulację poziomu kosztów ryzyka, przy których wynik operacyjny przed kosztami rezerw jest zerowy. Koszty ryzyka powyżej tego poziomu generują straty dla banku. W przypadku Millennium i Kredyt Banku tegoroczne zyski uważamy za zagrożone. Uważamy jednak, że nie ma zagrożenia dla współczynnika wypłacalności banków. W przypadku scenariusza C. pokrywane przez nas banki znajdą się na granicy zysku. Kredyt Bank, Millennium i ING BSK odnotują straty, BZ WBK znajdzie się na granicy zysku, a Pekao, PKO BP i Bank Handlowy zanotują znacznie wyższe niż obecnie prognozujemy spadki wyników netto. Oczywiście przy wyliczaniu kosztów ryzyka dla poszczególnych banków należy wziąć pod uwagę rozbieżność struktury portfeli kredytowych poszczególnych banków.

Poniżej przedstawiamy standardowe już wyliczenia pokazujące, przy jakich kosztach ryzyka kredytowego dla banku, wynik brutto równa się zero:

Wynik operacyjny przed rezerwami/kredyty netto

	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	4,9%	5,3%	6,2%	5,8%	4,5%	3,6%	3,8%	3,8%	3,9%
Handlowy	5,0%	8,0%	7,9%	7,9%	6,6%	6,3%	5,7%	5,2%	5,1%
ING BSK	5,9%	5,7%	4,3%	3,9%	2,3%	2,6%	3,4%	3,2%	3,3%
Kredyt Bank	2,2%	2,4%	3,4%	2,8%	2,0%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%
Millennium	5,5%	7,3%	2,7%	3,0%	1,9%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%
Pekao	6,9%	7,1%	5,7%	6,5%	5,5%	4,7%	4,7%	4,6%	4,8%
PKO BP	5,0%	4,9%	4,6%	4,8%	5,1%	3,7%	3,8%	3,9%	3,8%
RAZEM	5,3%	5,7%	5,0%	5,2%	4,4%	3,6%	3,7%	3,6%	3,7%

Źródło: DI BRE Banku, opracowanie własne na podstawie danych z banków

Poniżej przedstawiamy założenia w zakresie kosztów ryzyka kredytowego w poprzednich latach i w naszej prognozie.

Koszty ryzyka kredytowego (w relacji do kredytów netto)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
BZ WBK	-0,9%	-0,4%	-0,2%	0,0%	-1,2%	-2,6%	-2,2%	-0,5%	-0,5%
Handlowy	0,0%	0,3%	0,2%	0,5%	-1,2%	-3,2%	-2,5%	-0,5%	-0,5%
ING BSK	-1,3%	1,2%	1,5%	0,7%	-0,3%	-2,3%	-1,6%	-0,5%	-0,5%
Kredyt Bank	-1,1%	-0,1%	0,2%	0,2%	-0,5%	-1,7%	-1,8%	-0,5%	-0,5%
Millennium	-0,7%	0,1%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-1,4%	-1,4%	-0,5%	-0,5%
Pekao	-1,3%	-0,9%	-0,9%	-0,5%	-0,4%	-2,4%	-1,8%	-0,5%	-0,5%
PKO BP	-0,4%	-0,4%	0,0%	-0,1%	-1,1%	-2,5%	-2,3%	-0,5%	-0,5%
RAZEM	-0,8%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,8%	-2,3%	-2,0%	-0,5%	-0,5%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Suma rezerw dla pokrywanych banków (mln PLN)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Saldo rezerw	-3312	-4199	-3203	-1020	-330	-230	-165	-2099	-7268	-6144	-1652
Koszty ryzyka kredyty netto	-2,6%	-3,3%	-2,5%	-0,8%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,8%	-2,3%	-1,9%	-0,5%
Koszty ryzyka kredyty brutto	-2,7%	-3,4%	-2,5%	-0,8%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,7%	-2,2%	-1,8%	-0,5%
Poziom rezerw	9809	13106	14500	13001	13653	10663	11017	11418	18715	24886	26555
Poziom NPL	22150	28456	28769	19375	16502	12394	12996	14182	24994	35397	37638
Zmiana R/R:											
Poziom rezerw		33,6%	10,6%	-10,3%	5,0%	-21,9%	3,3%	3,6%	63,9%	33,0%	6,7%
Poziom NPL		28,5%	1,1%	-32,7%	-14,8%	-24,9%	4,9%	9,1%	76,2%	41,6%	6,3%
NPL/Gross loans	18,0%	22,3%	22,4%	16,5%	11,6%	6,2%	5,2%	4,3%	7,6%	10,2%	9,9%
Rezerwy / NPL	44,3%	46,1%	50,4%	67,1%	82,7%	86,0%	84,8%	80,5%	74,9%	70,3%	70,6%
Rezerwy / Kredyty brutto	8,0%	10,3%	11,3%	11,1%	9,6%	5,3%	4,4%	3,5%	5,7%	7,2%	7,0%

Źródło: DI BRE Banku, banki

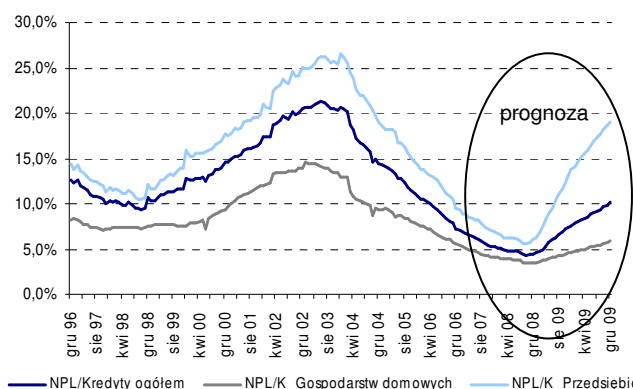
Przy założeniu, że PKB Polski spadnie w ujęciu realnym, w ślad za nim obniży się portfel kredytów, spadki zysków banków będą znacznie poważniejsze niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie. Naszym zdaniem wzrost wskaźnika należności nieregularnych do kredytów ogółem do 10% w horyzoncie 2 lat zakłada bardzo konserwatywny scenariusz. W poprzednim cyklu wskaźnik ten wzrósł do poziomu 22% dla pokrywanych przez nas banków, jednak wówczas w portfelu kredytów nie było bardzo dobrze zabezpieczonych kredytów na nieruchomości w gospodarstwach domowych. Gdybyśmy założyli, że w portfelu kredytów gospodarstw domowych obecnie, wszystko stanowią kredyty konsumpcyjne (przypisali ten sam koszt ryzyka do kredytów hipotecznych co do konsumpcyjnych) to średnie ważone koszty ryzyka dla scenariusza 4% i 2% (bazowe założenia dla portfela kredytów konsumpcyjnych i korporacyjnych), to koszt ryzyka sięgnąłby ponad 3%. Odnosiłby się zatem do poziomów z poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Nominalny poziom rezerw będzie zatem wyższy, jednak koszt ryzyka spadnie ze względu na zmianę charakteru portfela kredytów w sektorze. Pokazuje to bardzo konserwatywne podejście do oceny kosztów ryzyka w sektorze w tym spowolnieniu.

Dotarcie wskaźnika do poziomu 22% również uważamy, za niemożliwe. Źródłem problemów w tamtym okresie była słaba ocena zdolności kredytowej klientów korporacyjnych, niski wskaźnik pokrycia kredytów rezerwami (44 – 50% , vs. obecne 80 – 85%), inny charakter portfela kredytów.

Prognoza dla wzrostu należności nieregularnych

koniec 2001 roku:

- kredyty/depozyty przedsiębiorstw 231%
- kredyty - depozyty/PKB przedsiębiorstw 9%
- kredyty hipoteczne poniżej 15 mld PLN - statystyki od 2002 roku
- 6. NPL/kredyty brutto 17,4% (banki pokrywane 22,4%)
- wskaźnik pokrycia rezerwami w bankach giełdowych 44%
- bezrobocie 17,4%

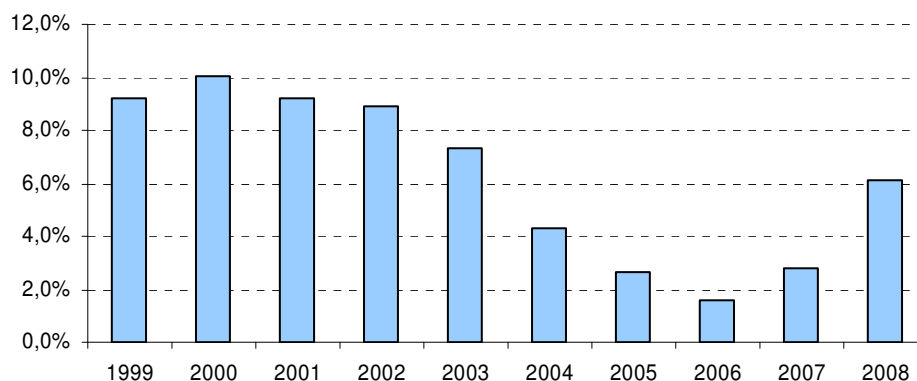


koniec 2008 roku:

- kredyty/depozyty przedsiębiorstw 149%
- kredyty - depozyty/PKB przedsiębiorstw 6%
- kredyty hipoteczne 198 mld PLN (30% kredytów ogółem)
- zmiana zasad oceny zdolności kredytowej
- NPL/kredyty brutto 4,4%, wskaźnik pokrycia rezerwami 81%
- bezrobocie 9,5%

Źródło: DI BRE Banku, NBP, opracowanie własne

(Kredyty – depozyty przedsiębiorstw)/PKB



Źródło: DI BRE Banku, NBP

Prognozy – scenariusz bazowy

Przy założeniu, że PKB Polski spadnie w ujęciu realnym, w ślad za nim obniży się portfel kredytów, spadki zysków banków będą znacznie poważniejsze niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie (-30% zyski sektora przy PKB +1,8%). W negatywnym scenariuszu zyski banków spadną średnio o ponad 2/3. Wynika to z głębszego spadku wyniku operacyjnego przed rezerwami (niższe wolumeny) oraz znacznie wyższe koszty ryzyka (m.in. wyższe bezrobocie).

Zysk netto (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	129	438	516	758	955	855	164	380	879
Handlowy	99	405	618	657	824	599	315	355	566
ING BSK	31	399	549	591	631	445	83	401	619
Kredyt Bank	-1 567	157	416	468	391	325	11	49	335
Millennium	41	238	567	301	462	413	5	77	365
Pekao	920	1 318	1 538	2 562	3 547	3 528	1 370	1 938	3 038
PKO BP	1 056	1 507	1 735	2 149	2 904	3 301	1 067	1 405	3 224
RAZEM	707	4 461	5 939	7 487	9 713	9 467	3 015	4 605	9 027
Zmiana R/R									
BZ WBK	-52,7%	239,7%	17,9%	46,9%	25,9%	-10,4%	-80,8%	131,5%	131,4%
Handlowy	-162,3%	309,9%	52,7%	6,3%	25,4%	-27,3%	-47,5%	12,9%	59,3%
ING BSK	-80,2%	1206,4%	37,6%	7,7%	6,7%	-29,4%	-81,4%	382,4%	54,6%
Kredyt Bank	272,0%	-110,0%	165,2%	12,6%	-16,6%	-16,8%	-96,8%	364,4%	583,2%
Millennium	-77,2%	480,9%	138,7%	-47,0%	53,5%	-10,4%	-98,9%	1588,2%	372,0%
Pekao	19,5%	43,3%	16,7%	66,6%	38,4%	-0,5%	-61,2%	41,4%	56,8%
PKO BP	7,9%	42,7%	15,2%	23,9%	35,1%	13,7%	-67,7%	31,6%	129,5%
RAZEM	-60,1%	530,5%	33,1%	26,1%	29,7%	-2,5%	-68,2%	52,7%	96,0%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Oczekujemy spadku wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw o ponad 20% w 2009 roku. Wynika to ze spadku wyniku odsetkowego (-9% R/R), utrzymującej się presji na wynik prowizyjny (-4,4% R/R, wpływ rynków kapitałowych i walutowych transakcji klientów), wyniku handlowego (-20% R/R), co składa się na spadek przychodów bankowych o 11% R/R. Oszczędności będące w zasięgu banków są zbyt niskie, aby zniwelować negatywny wpływ spadających przychodów.

Wynik operacyjny przed kosztami rezerw (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	399	695	751	1 084	1 395	1 576	1 134	1 225	1 350
Handlowy	442	523	772	802	990	912	823	792	787
ING BSK	507	617	561	548	640	580	608	820	852
Kredyt Bank	187	255	237	398	468	531	468	528	582
Millennium	98	415	705	409	651	657	490	589	629
Pekao	1 770	1 845	2 067	3 588	4 510	4 535	3 582	3 695	4 078
PKO BP	1 795	2 017	2 305	2 706	3 662	5 182	3 881	4 179	4 544
RAZEM	5 198	6 368	7 396	9 535	12 316	13 974	10 986	11 828	12 822
Zmiana R/R									
BZ WBK	-28,1%	74,4%	7,9%	44,4%	28,7%	13,0%	-28,1%	8,1%	10,1%
Handlowy	8,0%	18,2%	47,6%	3,9%	23,5%	-7,9%	-9,7%	-3,8%	-0,7%
ING BSK	-15,7%	21,8%	-9,1%	-2,4%	16,9%	-9,3%	4,7%	34,9%	3,9%
Kredyt Bank	-46,8%	36,6%	-7,3%	68,3%	17,5%	13,5%	-11,8%	12,6%	10,4%
Millennium	-70,4%	322,0%	69,7%	-41,9%	59,0%	0,9%	-25,4%	20,2%	6,9%
Pekao	-33,6%	4,3%	12,0%	73,6%	25,7%	0,6%	-21,0%	3,1%	10,4%
PKO BP	-13,8%	12,4%	14,3%	17,4%	35,3%	41,5%	-25,1%	7,7%	8,7%
RAZEM	-25,7%	22,5%	16,1%	28,9%	29,2%	13,5%	-21,4%	7,7%	8,4%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Brak wzrostu portfela kredytów, wzrost kosztów finansowania, jednak przy jednoczesnym wzroście kosztu kredytu na skutek wzrostu wyceny ryzyka kredytowego będzie skutkował spadkiem wyniku odsetkowego i znacznym spadkiem marży odsetkowej netto.

Wynik odsetkowy (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	829	874	909	1 032	1 287	1 635	1 515	1 486	1 601
Handlowy	745	978	1 028	1 026	1 204	1 366	1 317	1 282	1 307
ING BSK	640	839	920	816	961	908	926	1 158	1 211
Kredyt Bank	723	634	753	780	871	1 060	971	1 015	1 083
Millennium	558	337	480	642	772	981	936	939	978
Pekao	2 375	2 215	2 350	4 082	4 323	4 509	4 283	4 281	4 620
PKO BP	3 462	3 513	3 544	3 832	4 647	6 127	5 098	5 391	5 738
RAZEM	9 333	9 389	9 986	12 209	14 064	16 587	15 046	15 553	16 539
Zmiana R/R									
BZ WBK	1,2%	5,5%	4,0%	13,5%	24,7%	27,1%	-7,4%	-1,9%	7,7%
Handlowy	8,5%	31,2%	5,2%	-0,2%	17,3%	13,4%	-3,6%	-2,6%	1,9%
ING BSK	-36,3%	31,0%	9,7%	-11,3%	17,7%	-5,4%	2,0%	25,0%	4,6%
Kredyt Bank	-9,3%	-12,3%	18,9%	3,5%	11,7%	21,6%	-8,4%	4,5%	6,7%
Millennium	-16,6%	-39,6%	42,5%	33,6%	20,3%	27,1%	-4,6%	0,4%	4,1%
Pekao	-17,0%	-6,8%	6,1%	73,6%	5,9%	4,3%	-5,0%	-0,1%	7,9%
PKO BP	0,0%	1,5%	0,9%	8,1%	21,3%	31,9%	-16,8%	5,8%	6,4%
RAZEM	-9,4%	0,6%	6,4%	22,3%	15,2%	17,9%	-9,3%	3,4%	6,3%
Marża odsetkowa netto									
BZ WBK	3,4%	3,4%	3,2%	3,3%	3,5%	3,3%	2,7%	2,7%	2,7%
Handlowy	2,5%	2,9%	3,1%	3,0%	3,2%	3,3%	3,1%	3,1%	3,2%
ING BSK	2,3%	2,6%	2,4%	1,8%	1,9%	1,5%	1,4%	1,9%	1,8%
Kredyt Bank	3,0%	2,8%	3,6%	3,6%	3,5%	3,2%	2,6%	2,7%	2,7%
Millennium	2,8%	1,6%	2,3%	2,7%	2,8%	2,5%	2,0%	1,9%	1,9%
Pekao	3,7%	3,6%	3,9%	4,4%	3,5%	3,5%	3,2%	3,1%	3,1%
PKO BP	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,4%	5,0%	3,7%	3,7%	3,7%
RAZEM	3,4%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	2,9%	2,9%	2,9%

Źródło: DI BRE Banku, banki

W obecnym otoczeniu makroekonomicznym zarządy banków mają ograniczony wpływ w zakresie planowania przyszłych przychodów. Wszyscy wiedzą jednak, że ich poziom spadnie w relacji do 2008 roku. Dodatkowym czynnikiem jest rosnące ryzyko kredytowe. Największą kontrolę mają obecnie nad kosztami działania. Wszystkie banki zadeklarowały ograniczanie wydatków. Zakładamy spadek zatrudnienia oraz kosztów rzeczowych w sektorze.

Koszty działania (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	-1 247	-1 153	-1 165	-1 290	-1 559	-1 655	-1 646	-1 662	-1 739
Handlowy	-1 295	-1 455	-1 546	-1 502	-1 523	-1 496	-1 455	-1 505	-1 578
ING BSK	-974	-1 025	-1 109	-1 221	-1 381	-1 507	-1 447	-1 508	-1 579
Kredyt Bank	-1 176	-1 055	-891	-930	-975	-1 105	-1 047	-1 058	-1 104
Millennium	-897	-1 077	-776	-858	-1 058	-1 192	-1 165	-1 101	-1 143
Pekao	-2 318	-2 333	-2 346	-3 783	-3 805	-3 788	-3 718	-3 800	-3 936
PKO BP	-3 694	-3 942	-4 161	-3 812	-4 041	-4 296	-4 280	-4 396	-4 505
RAZEM	-11 601	-12 040	-11 994	-13 396	-14 341	-15 037	-14 758	-15 029	-15 585
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	1,4%	-7,5%	1,0%	10,7%	20,9%	6,1%	-0,5%	1,0%	4,6%
Handlowy	2,3%	12,4%	6,2%	-2,9%	1,4%	-1,8%	-2,8%	3,5%	4,9%
ING BSK	-5,5%	5,2%	8,2%	10,1%	13,1%	9,1%	-4,0%	4,2%	4,7%
Kredyt Bank	-1,8%	-10,3%	-15,6%	4,4%	4,8%	13,3%	-5,2%	1,0%	4,4%
Millennium	-16,8%	20,1%	-27,9%	10,6%	23,3%	12,6%	-2,2%	-5,5%	3,8%
Pekao	5,0%	0,7%	0,6%	61,2%	0,6%	-0,4%	-1,8%	2,2%	3,6%
PKO BP	3,5%	6,7%	5,6%	-8,4%	6,0%	6,3%	-0,4%	2,7%	2,5%
RAZEM	0,2%	3,8%	-0,4%	11,7%	7,1%	4,9%	-1,9%	1,8%	3,7%

Źródło: DI BRE Banku, banki

Wycena

Zmieniamy metodę wg której ustalamy cenę docelową dla pokrywanych banków. Ze względu na oczekiwanie, że mniejsze banki w tym roku skonsumują praktycznie całą nadwyżkę operacyjną rezerwami. Przy zerowych zyskach netto, P/E rośnie w nieskończoność i porównania na tej podstawie nie są wiarygodne. Już wcześniej zrezygnowaliśmy z wyceny porównawczej banków na podstawie P/BV ze względu na zróżnicowane ROE raportowane przez polskie banki. Uwzględnienie w wycenach wskaźnika P/E po 2010 roku nie odzwierciedla ryzyko z jakim wiąże się obecnie inwestycja w najmniejsze banki. Opieramy się na wycenie metodą dochodową. Ze względu na wzrost ryzyka związany z inwestycją w niektóre banki zdecydowaliśmy się na podwyższenie współczynnika beta. Pozostawiamy beta na poziomie 1 dla Pekao i PKO BP, 1,1 dla BZ WBK i 1,2 dla Banku Handlowego. Podwyższamy współczynnik beta dla ING BSK do poziomu 1,5, aby odzwierciedlić ryzyko związane ze stratami kredytowymi na portfelu kredytów korporacyjnych w banku. Podwyższamy współczynnik beta do poziomu 2 dla Millennium i Kredyt Banku (poprzednio 1,3), ze względu na ryzyko związane z niskim poziomem kapitałów w relacji do aktywów, wysokim zaangażowaniem w kredyty, wysoką relację kredyty/depozyty, ekspozycję na kredyty walutowe oraz zagrożenie wyników na 2009 rok w przypadku realizacji negatywnego scenariusza dla sektora bankowego.

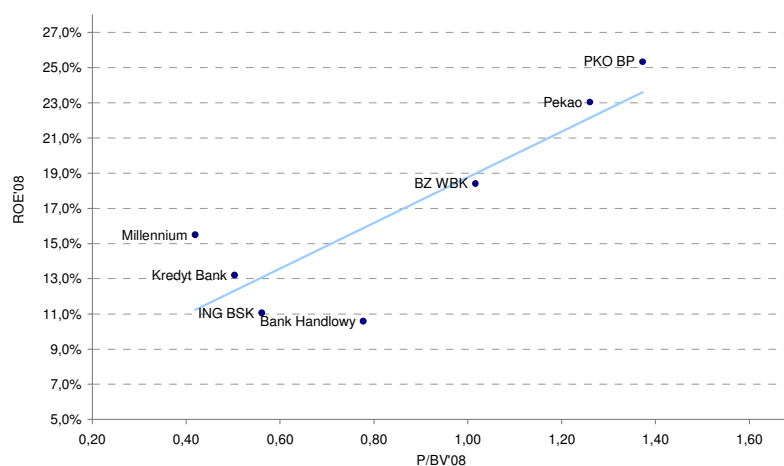
Zestawienie wskaźników (ceny z zamknięcia 3.03.09)

	P/BV				P/E				PBV/ROE			
	2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P	2008	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	1,0	1,0	0,9	0,8	5,9	30,7	13,2	5,7	5,5	30,2	12,8	5,4
dyskonto/premia do mediany	30,7%	26,9%	21,9%	12,7%	3,2%	7,5%	0,0%	0,0%	1,9%	6,8%	0,0%	0,0%
dyskonto/premia do średniej	20,4%	21,5%	21,3%	18,9%	10,9%	-56,2%	-5,6%	7,6%	9,4%	-56,7%	-6,6%	6,3%
B. Handlowy	0,8	0,8	0,8	0,7	7,4	14,1	12,5	7,9	7,3	14,1	12,3	7,6
dyskonto/premia do mediany	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	-50,5%	-5,6%	37,1%	35,5%	-50,1%	-3,7%	42,4%
dyskonto/premia do średniej	-7,9%	-4,2%	-0,4%	5,6%	39,7%	-79,8%	-10,9%	47,5%	45,4%	-79,7%	-10,0%	51,3%
ING BSK	0,6	0,6	0,5	0,4	5,3	28,5	5,9	3,8	5,1	28,3	5,7	3,6
dyskonto/premia do mediany	-27,8%	-29,0%	-33,0%	-37,3%	-6,7%	0,0%	-55,4%	-33,2%	-6,3%	0,0%	-55,7%	-32,8%
dyskonto/premia do średniej	-33,5%	-32,0%	-33,3%	-33,8%	0,2%	-59,2%	-57,9%	-28,1%	0,6%	-59,4%	-58,6%	-28,6%
Kredyt Bank	0,5	0,5	0,5	0,4	4,1	126,1	27,2	4,0	3,8	125,9	26,9	3,8
dyskonto/premia do mediany	-35,3%	-35,4%	-34,5%	-38,3%	-28,1%	342,1%	105,0%	-30,6%	-29,7%	345,5%	110,4%	-29,9%
dyskonto/premia do średniej	-40,4%	-38,1%	-34,8%	-34,8%	-22,8%	80,3%	93,4%	-25,3%	-24,5%	80,8%	96,6%	-25,5%
Millennium	0,4	0,4	0,4	0,4	2,9	257,4	15,2	3,2	2,7	257,2	15,0	3,0
dyskonto/premia do mediany	-46,1%	-46,0%	-45,8%	-49,0%	-49,9%	802,5%	15,1%	-43,6%	-50,1%	810,5%	17,7%	-43,1%
dyskonto/premia do średniej	-50,3%	-48,3%	-46,0%	-46,2%	-46,2%	268,0%	8,6%	-39,3%	-46,4%	269,5%	9,9%	-39,5%
Pekao	1,3	1,2	1,0	0,9	5,7	14,7	10,4	6,6	5,5	14,1	9,9	6,3
dyskonto/premia do mediany	62,1%	49,8%	39,1%	33,1%	0,0%	-48,5%	-21,6%	15,7%	0,9%	-50,1%	-22,9%	17,6%
dyskonto/premia do średniej	49,3%	43,5%	38,5%	40,4%	7,4%	-79,0%	-26,0%	24,5%	8,3%	-79,7%	-27,9%	25,0%
PKO BP	1,4	1,3	1,2	1,0	5,9	18,2	13,8	6,0	5,4	17,5	13,2	5,6
dyskonto/premia do mediany	76,6%	64,6%	55,5%	42,0%	3,1%	-36,3%	4,3%	5,1%	0,0%	-37,9%	3,4%	4,5%
dyskonto/premia do średniej	62,6%	57,6%	54,8%	49,9%	10,8%	-74,0%	-1,6%	13,1%	7,3%	-74,8%	-3,4%	11,1%
mediana	0,8	0,8	0,8	0,7	5,7	28,5	13,2	5,7	5,4	28,3	12,8	5,4
średnia	0,8	0,8	0,8	0,7	5,3	70,0	14,0	5,3	5,0	69,6	13,7	5,0

Źródło: DI BRE Banku, banki

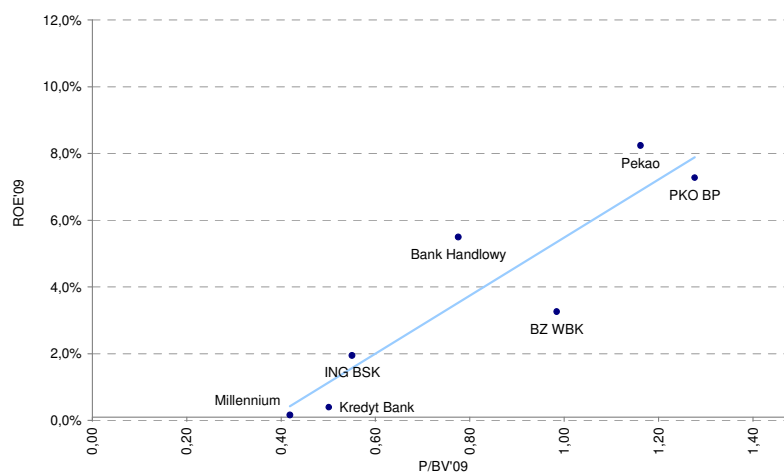
Pekao, PKO BP i BZ WBK mają premie w wycenie wskaźnikiem P/BV w relacji do innych banków. Wynika to jednak ze znacznie mniejszego ryzyka poniesienia straty i stabilnego poziomu kapitałów własnych. Banki te są również w stanie podać znacznie wyższe ROE w 2009 roku. W porównaniu wskaźnika P/E widać wyraźnie, że większe banki oraz Bank Handlowy i ING BSK wykazują dyskonto w relacji do małych graczy.

ROE vs. P/BV'08*



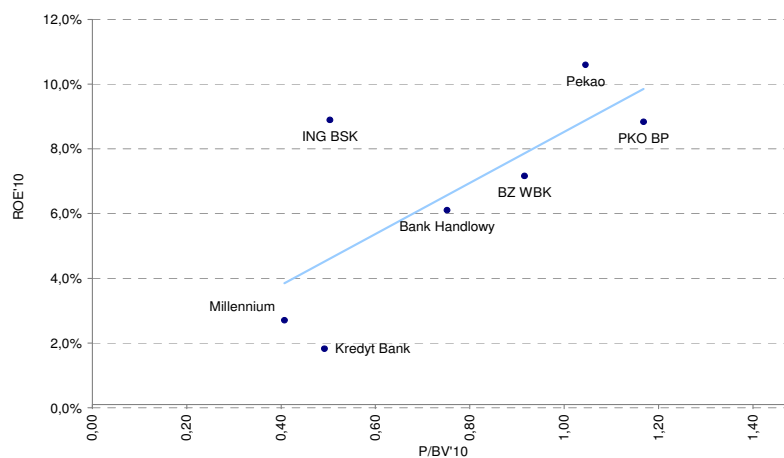
Źródło: DI BRE Banku, banki
* ceny z 2.03.09

ROE vs. P/BV'09*



Źródło: DI BRE Banku, banki
* ceny z 2.03.09

ROE vs. P/BV'10*



Źródło: DI BRE Banku, banki
* ceny z 2.03.09

Wycena metodą dochodową

Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), kosztu kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny w relacji do poprzedniego raportu. Sporządzamy prognozy wyników finansowych do 2017 roku. ROE długoterminowe to ROE osiągnięte przez bank w ostatnim roku prognozy (2017).

Dywidendy (ceny 3.03.09)

			2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
BZ WBK		69,0	-22,9%	0,0%	0,0%	-20,0%	-25,0%	-30,0%	-35,0%	-40,0%	-45,0%	-50,0%	-70,2%
	DPS		3,00	0,00	0,00	1,04	3,01	4,15	5,39	6,73	8,08	9,48	13,87
	DY		4,35%	0,00%	0,00%	1,51%	4,37%	6,02%	7,81%	9,75%	11,71%	13,75%	20,10%
Handlowy		34,0	75,3%	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	62,0%
	DPS		4,75	2,29	1,32	1,63	2,81	3,24	3,54	3,88	4,12	4,24	3,82
	DY		13,97%	6,75%	3,89%	4,80%	8,28%	9,54%	10,41%	11,43%	12,12%	12,48%	11,25%
ING BSK		182,1	-24,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-25,0%	-30,0%	-35,0%	-40,0%	-45,0%	-50,0%	-65,7%
	DPS		11,70	0,00	0,00	0,00	11,90	16,37	21,11	26,55	31,73	36,66	49,42
	DY		6,43%	0,00%	0,00%	0,00%	6,54%	8,99%	11,59%	14,58%	17,42%	20,13%	27,14%
Kredyt Bank		4,9	36,2%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	45,0%	45,0%
	DPS		0,52	0,00	0,00	0,00	0,31	0,42	0,54	0,65	0,75	0,77	0,77
	DY		10,61%	0,00%	0,00%	0,00%	6,29%	8,53%	10,92%	13,24%	15,33%	15,69%	15,71%
Millennium		1,4	35,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
	DPS		0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,19	0,21	0,23	0,25	0,26
	DY		13,67%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	13,60%	15,19%	16,62%	17,79%	18,84%
Pekao		76,8	70,9%	0,0%	0,0%	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	75,0%	75,0%	75,7%
	DPS		9,60	0,00	0,00	3,69	6,37	7,95	9,67	11,33	12,92	13,61	14,37
	DY		12,51%	0,00%	0,00%	4,81%	8,30%	10,36%	12,60%	14,76%	16,84%	17,73%	18,72%
PKO BP		19,4	37,5%	0,0%	0,0%	40,0%	45,0%	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	74,0%
	DPS		1,09	0,00	0,00	0,56	1,45	1,77	2,09	2,46	2,80	3,14	3,37
	DY		5,62%	0,00%	0,00%	2,90%	7,48%	9,13%	10,79%	12,67%	14,43%	16,21%	17,39%

Źródło: DI BRE Banku

Zakładamy, że tylko Bank Handlowy wypłaci dywidendę z zysków za 2008 rok. Wypłacając połowę zysku netto (2,29 PLN/akcję) daje to 6,75% stopy dywidendy brutto. Większość zarządów będzie deklarowało zatrzymanie całości zysków w kapitałach. Ogłosiły to już zarządy: BZ WBK, ING BSK, Kredyt Banku, Millennium i PKO BP.

Pekao i Bank Handlowy nie podało jeszcze swoich rekomendacji dla Rad Nadzorczych i ZWZA. Oczekujemy decyzji pod koniec marca. Zakładamy, że tylko Bank Handlowy będzie rekomendował wypłatę dywidendy. Istnieje jednak potencjał, że Pekao zadecyduje o wypłacie części zysków. Zarząd w wypowiedziach do prasy jak na razie sugerował jedynie odejście od polityki „rosnącej nominalnie dywidendy”. Wypłata połowy zysków daje 6,7 PLN/akcję i stopy dywidendy brutto 8,8%, najwyższą w sektorze. Informacja na ten temat może pozytywnie odbić się na wycenie akcji Pekao w horyzoncie miesiąca. Obecnie rynek dyskontuje brak dywidendy z zysków Pekao.

Koszt kapitału własnego

Różnicujemy koszt kapitałów własnych w wycenie poszczególnych banków. Główne kryteria różnicujące poziom kosztu kapitałów to: prognozowane długoterminowe ROE, skala działania banku oraz wrażliwość wyników banków na poziom rezerw.

Stopa wolna od ryzyka w koszcie kapitałów własnych jest równa sumie rentowności polskich obligacji 10-cio letnich. Premię za ryzyko wyznaczamy na poziomie 5%. Przypisaliśmy różny poziom współczynników beta.

Podsumowanie kosztu kapitałów własnych

	LT ROE	rfr	premia za ryzyko	Beta	Koszt kapitału własnego
BZ WBK	13,4%	6,31%	5%	1,1	11,81%
Handlowy	10,5%	6,31%	5%	1,2	12,31%
ING BSK	11,7%	6,31%	5%	1,5	13,81%
Kredyt Bank	10,1%	6,31%	5%	2	16,31%
Millennium	11,6%	6,31%	5%	2	16,31%
Pekao	16,4%	6,31%	5%	1	11,31%
PKO BP	15,4%	6,31%	5%	1	11,31%

Źródło: DI BRE Banku

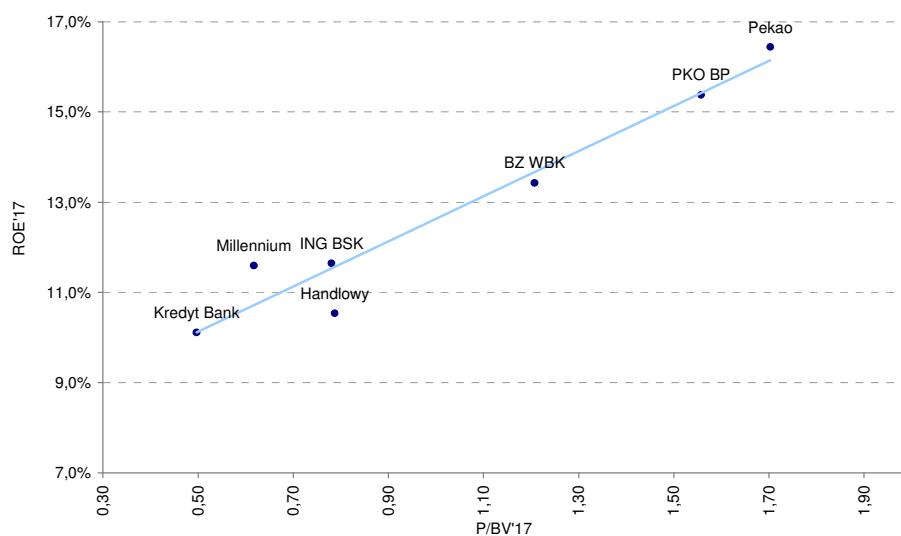
Podsumowanie wyceny metodą dochodową

Podsumowanie wycen metodą dochodową (PLN/akcję)

	bieżąca cena	długoterminowe ROE	implikowane P/BV	WG III.09	9MTP	potencjał zmiany	rekomendacja
BZ WBK	69,0	13,4%	1,2	93,6	101,8	47,5%	Kupuj
Handlowy	34,0	10,5%	0,8	33,8	36,9	8,6%	Akumuluj
ING BSK	182,1	11,7%	0,8	248,0	273,3	50,1%	Kupuj
Kredyt Bank	4,9	10,1%	0,5	3,6	4,1	-17,0%	Sprzedaj
Millennium	1,4	11,6%	0,6	1,5	1,7	20,0%	Kupuj
Pekao	76,8	16,4%	1,7	119,8	129,9	69,2%	Kupuj
PKO BP	19,4	15,4%	1,6	27,3	29,6	52,6%	Kupuj

Źródło: DI BRE Banku

ROE'17 vs. P/BV'17*



Źródło: DI BRE Banku

* implikowane P/BV na podstawie długoterminowego ROE oraz kosztu kapitałów własnych



5 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	69 PLN
Cena docelowa	101,8 PLN
Kapitalizacja	5,0 mld PLN
Free float	1,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	22,28 mln PLN

Struktura akcjonariatu

AIB	70,5%
Pozostali	29,5%

Profil spółki

BZ WBK należy do grona największych banków w Polsce. Pod względem wielkości aktywów plasuje się na 5. pozycji. Jest to bank uniwersalny, kierujący swoją ofertą do klientów detalicznych i korporacyjnych. W czołówce bankowej wyróżnia go to, iż jest on jednym z najlepiej zarządzanych banków. Osiągnięcia ostatnich dwóch lat uplasowały go wśród liderów pod względem efektywności funkcjonowania i dynamiki zysków.

BZ WBK

BZWB.WA; BZW.PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Ryzyka pod kontrolą

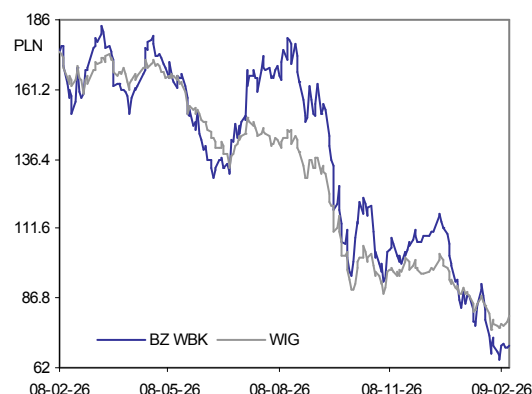
Negatywne zaskoczenie wynikami czwartego kwartału ubiegłego roku było zapowiedzią znacznie wyższych rezerw w tym roku. Około połowa z 301 mln PLN kosztów ryzyka w ostatnim kwartale została utworzona w wyniku rewizji IBNR, wobec którego zastosowano pesymistyczny scenariusz dla polskiej gospodarki w 2009 roku (prezes odwoływał się nawet do ujemnego PKB). Zarząd oczekuje spadku zysku netto o mniej niż 1/3 w 2009 roku. Koszty ryzyka w jego scenariuszu powinny być mniejsze niż te podane w 4Q08 (aż 3,8%), jednak zdecydowanie wyższe niż w pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku (zaledwie 0,3% portfela kredytów). Wskazania oscylowały wokół 1%. Naszym zdaniem jest to optymistyczne założenie. Stanowi potencjał do pozytywnych zaskoczeń w relacji do naszych prognoz. Zakładamy koszty ryzyka na poziomie 2,6% w 2009 i 2,2% w 2010 roku chcąc wskazać negatywny scenariusz dla banku. Oczekujemy spadku zysku netto o 81% w 2009 roku. Podtrzymujemy jednak pozytywną opinię o banku. Wycena rynkowa zdyskontowała już oczekiwany spadek wyników. Bank posiada płynny bilans (kredyty/depozyty 82%), wysoki współczynnik wypłacalności 10,74%, wyłącznie na bazie Tier I. Wyznaczamy cenę docelową dla walorów BZ WBK na poziomie 101,8 PLN/akcję i zalecamy kupowanie walorów. Obniżamy naszą wycenę o ponad 10% w relacji do poprzedniej wyceny.

Ekspozycja na portfel nieruchomości

Rynek obawia się ekspozycji banku na segment budowlany i deweloperski. Kredyty te stanowią 41% kredytów ogółem udzielonych przez BZ WBK (28% obsługa nieruchomości, 19% budownictwo). Prawie połowa z nich (48%, 5,3 mld PLN przeznaczona jest na inwestycje komercyjne zlokalizowane w największych miastach Polski — szczególnie Warszawa). Mimo spadku czynszów, uważamy, że kredyty te będą obsługiwane. W przypadku niewypłacalności klienta bank przejmuje gotową nieruchomość co również ogranicza silnie skalę strat, tym bardziej, że 83% tego portfela ma LTV poniżej 70% (dyskontuje spadek cen nieruchomości komercyjnych o 30% dla 83% ekspozycji). 20% portfela (2,2 mld PLN) przeznaczona jest na budownictwo mieszkaniowe, gdzie tylko 1/3 jest na zaawansowanym etapie (ponad 50% robót, ponad 30% sprzedanych lokali). Na zakup gruntów przeznaczona jest 19% portfela (2,1 mld PLN). W obu tych segmentach widzimy największe ryzyko strat kredytowych dla banku. 12% portfela (1,3 mld PLN) to budowa nieruchomości komercyjnych, gdzie 61% jest bliskich ukończenia i ma umowy pre — lets. Pomimo oczekiwanego spadku czynszów uważamy, że skala strat na tym portfelu jest ograniczona. Spółki musiały mieć przy tego typu inwestycjach wkład własny, który trudno obecnie uwzględnić w LTV projektu na rozgrzebanym placu budowy. Ryzykiem jest nieukończenie prac. Bank deklaruje, że uwzględnił oczekiwane pogorszenie się jakości kredytów na nieruchomości w IBNR tworzonym w 4Q08.

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 287	1 635	1 515	1 486	1 601
Marża odsetkowa	3,5%	3,3%	2,7%	2,7%	2,7%
WNDB	2 941	3 190	2 739	2 847	3 049
Zysk operacyjny	1 395	1 576	1 134	1 225	1 350
Zysk brutto	1 391	1 211	270	540	1 167
Zysk netto	955	855	164	380	879
ROE	23,0%	18,4%	3,3%	7,2%	14,9%
P/E	5,3	5,9	30,7	13,2	5,7
P/BV	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
DPS*	3,0	0,0	0,0	1,0	3,0
Stopa dywidendy	4,3%	0,0%	0,0%	1,5%	4,4%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

Kurs akcji BZ WBK na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT BZ WBK

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 287	1 635	1 515	1 486	1 601	1 748
Przychody pozaodsetkowe	1 654	1 555	1 224	1 361	1 448	1 552
Wynik z prowizji	1 545	1 390	1 101	1 165	1 241	1 334
Wynik handlowy	109	165	123	196	206	219
Wynik na działalności bankowej	2 941	3 190	2 739	2 847	3 049	3 300
Inne przychody operacyjne netto	14	40	40	40	40	40
Przychody bankowe ogółem	2 955	3 230	2 779	2 888	3 089	3 341
Koszty nieodsetkowe	-1 559	-1 655	-1 646	-1 662	-1 739	-1 804
Koszty osobowe	-843	-896	-900	-903	-953	-991
Amortyzacja	-135	-107	-112	-112	-112	-112
Inne koszty	-582	-651	-634	-647	-675	-702
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	1 395	1 576	1 134	1 225	1 350	1 536
Saldo rezerw	-4	-365	-864	-685	-183	-202
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk brutto	1 391	1 211	270	540	1 167	1 335
Podatek dochodowy	-281	-256	-54	-109	-235	-269
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-156	-99	-51	-50	-52	-55
Zysk netto	955	855	164	380	879	1 010
Dywidendy wypłacone	219	0	0	76	220	303

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,5%	3,3%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,7%	3,6%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%
Spread odsetkowy	3,4%	3,2%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%
Koszty / Przychody	52,8%	51,2%	59,2%	57,6%	56,3%	54,0%
Koszty / Aktywa	4,2%	3,3%	2,9%	3,0%	2,9%	2,8%
Koszty osobowe / Przychody	28,5%	27,7%	32,4%	31,3%	30,9%	29,7%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-0,3%	-23,1%	-76,2%	-55,9%	-13,5%	-13,1%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,0%	-1,2%	-2,6%	-2,2%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	56,5%	49,4%	45,5%	48,5%	48,2%	47,7%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,8%	3,2%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%
ROE	23,0%	18,4%	3,3%	7,2%	14,9%	15,1%
ROA	2,6%	1,7%	0,3%	0,7%	1,5%	1,6%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	26%	-10%	-81%	131%	131%	15%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	29%	13%	-28%	8%	10%	14%
Przychody bankowe ogółem	24%	9%	-14%	4%	7%	8%
Przychody odsetkowe netto	25%	27%	-7%	-2%	8%	9%
Przychody nieodsetkowe netto	24%	-4%	-21%	11%	6%	7%
Koszty nieodsetkowe	21%	6%	-1%	1%	5%	4%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 206	3 178	3 717	5 835	6 438	6 716
Należności od sektora finansowego	2 577	1 365	4 131	6 483	7 153	7 463
Dłużne papiery wartościowe	10 050	13 132	9 391	9 017	9 305	9 463
Kredyty i pożyczki	23 950	35 137	31 303	32 202	35 789	39 428
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 027	3 057	3 362	1 127	1 253	1 380
Aktywa trwałe	659	811	787	763	741	718
Inne aktywa	864	1 158	1 216	1 251	1 391	1 532
Razem aktywa	41 332	57 838	53 908	56 678	62 069	66 700
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 484	5 338	4 922	5 163	5 627	4 467
Depozyty	29 766	42 811	39 472	41 405	45 125	49 637
Wyemitowane papiery wartościowe	353	154	142	149	162	178
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 153	4 343	4 004	4 201	4 578	5 036
Kapitały własne	4 342	4 952	5 117	5 497	6 300	7 090
Kapitał zakładowy	730	730	730	730	730	730
Razem pasywa	41 332	57 838	53 908	56 678	62 069	66 700

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	2,8%	2,9%	6,6%	10,1%	10,1%	10,1%
Kredyty nieregularne / Aktywa	1,7%	1,8%	4,1%	6,2%	6,3%	6,4%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	85,2%	85,1%	79,9%	69,5%	67,3%	65,9%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,4%	2,5%	5,3%	7,0%	6,8%	6,7%
Rezerwy / Aktywa	1,4%	1,5%	3,3%	4,3%	4,2%	4,2%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	10,5%	8,6%	9,5%	9,7%	10,1%	10,6%
Kredyty / Aktywa	57,9%	60,8%	58,1%	56,8%	57,7%	59,1%
Depozyty / Aktywa	72,0%	74,0%	73,2%	73,1%	72,7%	74,4%
Kredyty / Depozyty	80,5%	82,1%	79,3%	77,8%	79,3%	79,4%
Stopa wzrostu kredytów	35,9%	46,7%	-10,9%	2,9%	11,1%	10,2%
Stopa wzrostu depozytów	22,9%	43,8%	-7,8%	4,9%	9,0%	10,0%
Stopa wzrostu aktywów	25,3%	39,9%	-6,8%	5,1%	9,5%	7,5%



5 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	34,0 PLN
Cena docelowa	36,9 PLN
Kapitalizacja	4,4 mld PLN
Free float	1,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	8,06 mln PLN

Struktura akcjonariatu

COIC	75%
Pozostali	25%

Profil spółki

Bank Handlowy jest siódmym pod względem wielkości aktywów i kapitałów własnych bankiem uniwersalnym notowanym na GPW w Warszawie. Struktura portfela kredytowego i depozytowego Banku Handlowego jednoznacznie wskazuje na znaczącą rolę segmentu korporacyjnego w generowaniu wyników operacyjnych. Obecnie widać intensywne starania rozwoju sieci detalicznej oraz poprawy efektywności działania tego segmentu.

Handlowy Akumuluj

BAHA.WA; BHW.PW

(Niezmieniona)

Dywidenda

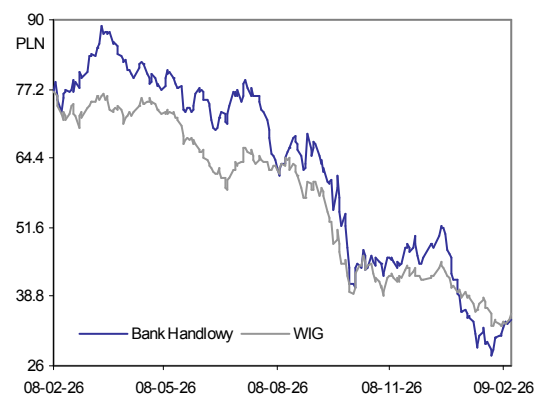
Wyniki 4Q08 zostały zainfekowane przez ujemną wycenę klientów transakcji terminowych (-147 mln PLN w wyniku handlowym oraz dodatkowe 110 mln PLN, o które ma zostać zrewidowany zysk za 2008 rok, wpływ na zysk netto rewizji wg. banku to 89 mln PLN). Także koszty ryzyka okazały się znacznie wyższe od oczekiwań rynku (-94 mln PLN, 2,7% średniej wartości kredytów netto w okresie). 1Q09 przyniesie naszym zdaniem kolejną falę odpisów na kontrakty terminowe, jeśli kurs PLN/EUR pozostanie na obecnych poziomach (około 4,7 vs. 4,17 na koniec 2008), choć banki częściowo uwzględniły ten czynnik w wynikach za 4Q08. Uważamy jednak, że skala odpisów będzie maleć. Banki w coraz większym stopniu zamykały pozycje przedsiębiorstw, dodatkowo w rezerwach 4Q08 znalazły się odpisy na należności, które mogą być uregulowane w momencie realizacji wpływów eksportowych. Jako większe zagrożenie postrzegamy narastające ryzyko kredytowe, obecnie głównie w segmencie korporacyjnym, ale na skutek wzrostu bezrobocia również w segmencie detalicznym (consumer finance). Negatywne przełożenie mocnego spowolnienia gospodarki w 2009 roku na wyniki banków jest już zdyskontowane. Współczynnik wypłacalności 11,6% na koniec 2008 (bez uwzględniania zysków zatrzymanych za ub.r.). Ograniczenie apetytu banku na aktywa ważone ryzykiem oraz brak istotnych pozycji walutowych po stronie aktywnej uzasadnia wypłacenie dywidendy z zysków za 2008 rok. Wypłata połowy zysków oznacza DPS'08 2,29 PLN/akcję przy raportowanym zysku 688 mln PLN w 2008 roku. Daje to stopę dywidendy brutto na poziomie 6,8%. Rekomendujemy akumulowanie akcji.

Inicjatywy oszczędnościowe

Przeprowadzony rok temu plan zwolnień grupowych był widoczny w wynikach 4Q08. Dzięki temu w tym roku spadną koszty osobowe w Banku Handlowym (-4% R/R). Zakładamy, że oszczędności w kosztach rzeczowych (IT, marketing, renegocjacja umów najmu) przyniosą spadek wydatków rzeczowych (-2,6% R/R) i kosztów ogółem o prawie -3% R/R.

Wyższe koszty ryzyka, konsolidacja bilansu

Bank już w 3Q08 przystąpił do konsolidacji bilansu i zmniejszenia ekspozycji na aktywa ważone ryzykiem. Aktywa wzrosły o 10% R/R w 4Q08, jednak głównie ze względu na wzrost portfela instrumentów dłużnych. Motorem wzrostu aktywów w 2009 roku będą instrumenty dłużne i międzybank. Kredyty spadną o 5% na skutek ograniczenia udziałów w kredytach dla przedsiębiorstw. Zakładamy koszty ryzyka na poziomie 3,2% w 2009 i 2,5% w 2010. Mimo deklaracji zarządu, że koszty ryzyka powinny być niższe w kolejnych kilku kwartałach, audyty wśród klientów na koniec roku przyniosą kolejną falę odpisów. Bank nie ma ekspozycji na kredyty hipoteczne. Jednak to kredyty korporacyjne i consumer finance będą generowały najwyższe rezerwy dla sektora.

Kurs akcji Banku Handlowego na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008**	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 204	1 366	1 317	1 282	1 307
Marża odsetkowa	3,2%	3,3%	3,1%	3,1%	3,2%
WNDB	2 447	2 315	2 206	2 225	2 293
Zysk operacyjny	990	912	823	792	787
Zysk brutto	1 034	761	397	448	714
Zysk netto	824	599	315	355	566
ROE	15,0%	10,6%	5,5%	6,1%	9,3%
P/E	5,4	7,4	14,1	12,5	7,9
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
DPS*	4,75	2,29	1,32	1,63	2,81
Stopa dywidendy	14,0%	6,7%	3,9%	4,8%	8,3%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym, ** szacunki DI BRE na podst. Sprawozdania za 4Q08 i komunikatu banku o rewizji wyniku za 2008rok

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Banku Handlowego

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 204	1 366	1 317	1 282	1 307	1 367
Przychody pozaodsetkowe	1 243	949	890	943	986	1 041
Wynik z prowizji	737	619	600	648	695	747
Wynik handlowy	506	330	290	295	291	294
Wynik na działalności bankowej	2 447	2 315	2 206	2 225	2 293	2 408
Inne przychody operacyjne netto	66	93	72	72	72	72
Przychody bankowe ogółem	2 513	2 408	2 278	2 297	2 365	2 479
Koszty nieodsetkowe	-1 523	-1 496	-1 455	-1 505	-1 578	-1 635
Koszty osobowe	-704	-697	-687	-711	-754	-784
Amortyzacja	-109	-97	-92	-91	-94	-94
Inne koszty	-709	-702	-675	-703	-730	-758
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	990	912	823	792	787	844
Saldo rezerw	53	-153	-426	-344	-72	-80
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	-9	2	0	0	0	0
Zysk brutto	1 034	761	397	448	714	764
Podatek dochodowy	-210	-162	-82	-93	-148	-159
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	824	599	315	355	566	605
Dywidendy wypłacone	621	300	173	213	368	424

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,2%	3,3%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,9%	4,2%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%
Spread odsetkowy	3,9%	4,4%	3,5%	3,5%	3,7%	3,8%
Koszty / Przychody	60,6%	62,1%	63,9%	65,5%	66,7%	66,0%
Koszty / Aktywa	4,1%	3,7%	3,5%	3,7%	3,8%	3,8%
Koszty osobowe / Przychody	28,0%	28,9%	30,2%	31,0%	31,9%	31,6%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	5,3%	-16,8%	-51,8%	-43,4%	-9,2%	-9,4%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,5%	-1,2%	-3,2%	-2,5%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	49,5%	39,4%	39,1%	41,1%	41,7%	42,0%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,6%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%
ROE	15,0%	10,6%	5,5%	6,1%	9,3%	9,5%
ROA	2,2%	1,5%	0,7%	0,9%	1,4%	1,4%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	25%	-27%	-48%	13%	59%	7%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	24%	-8%	-10%	-4%	-1%	7%
Przychody bankowe ogółem	9%	-4%	-5%	1%	3%	5%
Wynik odsetkowy netto	17%	13%	-4%	-3%	2%	5%
Przychody pozaodsetkowe	16%	-24%	-6%	6%	5%	6%
Koszty nieodsetkowe	1%	-2%	-3%	3%	5%	4%



BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 322	3 531	3 975	2 951	2 355	2 289
Należności od sektora finansowego	8 719	3 687	4 151	3 895	3 581	3 481
Dłużne papiery wartościowe	7 592	12 569	11 916	11 803	12 073	12 445
Kredyty	12 487	13 886	13 165	13 802	15 184	16 702
Akcje, udziały i inne inwestycje	4 092	6 326	5 339	5 456	5 843	6 253
Aktywa trwałe	1 910	1 896	1 865	1 893	1 953	1 957
Inne aktywa	788	931	856	898	988	1 087
Razem aktywa	38 908	42 825	41 268	40 697	41 976	44 215
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 085	7 922	7 018	6 947	7 228	7 454
Depozyty	19 811	19 935	19 474	20 411	22 561	24 817
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	6 408	9 254	9 047	7 428	5 924	5 442
Kapitały własne	5 603	5 714	5 729	5 911	6 264	6 501
Kapitał zakładowy	523	523	523	523	523	523
Razem pasywa	38 908	42 825	41 268	40 697	41 976	44 215

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	11,8%	12,4%	19,4%	24,2%	21,1%	16,5%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,2%	4,4%	7,1%	9,5%	8,8%	7,1%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	83,5%	75,2%	63,4%	56,6%	61,7%	74,8%
Rezerwy / Kredyty ogółem	9,9%	9,3%	12,3%	13,7%	13,0%	12,3%
Rezerwy / Aktywa	3,5%	3,3%	4,5%	5,4%	5,4%	5,3%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	14,4%	13,3%	13,9%	14,5%	14,9%	14,7%
Kredyty / Aktywa	32,1%	32,4%	31,9%	33,9%	36,2%	37,8%
Depozyty / Aktywa	50,9%	46,5%	47,2%	50,2%	53,7%	56,1%
Kredyty / Depozyty	63,0%	69,7%	67,6%	67,6%	67,3%	67,3%
Stopa wzrostu kredytów	22,5%	11,2%	-5,2%	4,8%	10,0%	10,0%
Stopa wzrostu depozytów	4,9%	0,6%	-2,3%	4,8%	10,5%	10,0%
Stopa wzrostu aktywów	8,1%	10,1%	-3,6%	-1,4%	3,1%	5,3%



5 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

ING BSK

SLAS.WA; BSK.PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	182,1 PLN
Cena docelowa	273,3 PLN
Kapitalizacja	2,4 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	7,45 mln PLN

Struktura akcjonariatu

ING BANK N.V.	75,00%
CU OFE BPH CU WBK	5,38%
Pozostali	19,62%

Profil spółki

ING BSK zajmuje 4 pozycję w sektorze bankowym pod względem sumy bilansowej. Jest to bank uniwersalny, oferujący swoje produkty klientom indywidualnym jak i dużym firmom. W chwili obecnej ponad połowę depozytów pochodzi z segmentu detalicznego. Większość portfela kredytów stanowią należności segmentu korporacyjnego. Bank jest bardzo aktywny na rynkach finansowych, lokując na nich nadmiar pozyskanych środków od klientów niewykorzystanych na akcję kredytową.

Trudno dostrzegalne ryzyko

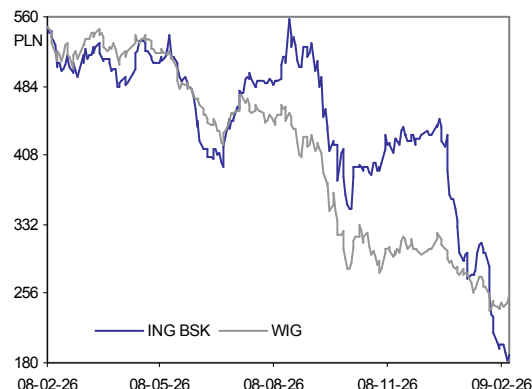
Strata na poziomie 129 mln PLN w 4Q08 była negatywnym zaskoczeniem dla rynku na początku tego roku. Jest to jednak niespełna 10 PLN/akcję i nie ma przełożenia na długoterminowe postrzeganie banku. Strata wygenerowana była na bazie ujemnej wyceny portfela obligacji. W kolejnych kwartałach oczekujemy jednak znacznego wzrostu kosztów ryzyka kredytowego. Ze względu na wyższe ryzyko związane z inwestycją w ING BSK podwyższamy beta w kalkulacji poziomu kosztu kapitałów własnych z 1,2 do 1,5. Wynika to z obaw o poziom kapitałów w banku. Obecnie generują one bardzo bezpieczny poziom współczynnika wypłacalności (10,4% Tier I), jednak w przypadku pojawienia się strat kredytowych poziom kapitałów może okazać się zbyt niski (kredyty/kapitały własne = 6,1, średnia dla sektora to również 6, ale udział kapitałów własnych w sumie bilansowej banku to 6%, średnia dla banków prawie 10%). Z tytułu wyższych kosztów ryzyka oczekujemy spadku zysku netto o ponad 80% w 2009 roku. Wyznaczamy nową cenę docelową na poziomie 273,3 PLN i zalecamy kupno akcji. Mimo ryzyka związanego z inwestycją w ING BSK uważamy, że zarząd banku bardzo konserwatywnie podchodził do oceny kredytowej klientów (stąd zdarzały się okresy gdy bank tracił udziały rynkowe). Posiada płynny bilans (kredyty/depozyty 55%) i nie musi brać udziału w wojnie depozytowej wyniszczającej przychody.

Rewidujemy ekspozycję na ryzyko kredytowe

Oczekujemy odpisania 2,3% portfela kredytów netto w 2009 i 1,6% w 2010 roku. Bank ma dużą ekspozycję na segment korporacyjny (70% portfela), jednak bardzo dobrze zabezpieczonego (wskaźnik pokrycia uwzględniający IBNR przekracza 100%). Ze względu na niski udział kredytów w sumie bilansowej (37%) bank może utrzymywać relatywnie niski poziom kapitałów, które stanowią 6% sumy bilansowej. Mimo to bank ma współczynnik wypłacalności na poziomie 10,4%, budowany wyłącznie na bazie Tier I. Uważamy, że wyższe koszty ryzyka kredytowego (default na jednej dużej ekspozycji) mogą w znacznym stopniu obniżyć współczynnik wypłacalności).

Powtarzalny wynik operacyjny przed kosztami rezerw spadnie

Założenie wzrostu wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (+5% R/R) wynika z uwzględnienia w wynikach 2008 roku straty na wycenie portfela obligacji Skarbu Państwa w 4Q08. Na bazie porównywalnych wyników (wyłączenie 290 mln PLN ujemnej wyceny) oczekujemy jego spadku o 30% R/R. Oznacza to oczekiwania spadku mocniejsze niż średnia dla banków (około 20%). Wynika to z wysokiego CIR (70%) oraz dodatkowej straty na portfelu obligacji w wyniku reklasyfikacji do portfela kredytów oczekiwanej w 1Q09.

Kurs akcji ING BSK na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

Marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	1 048	1 152	1 116	1 157	1 207
Marża odsetkowa	2,1%	1,9%	1,7%	1,9%	1,8%
WNDB	2 009	2 060	2 042	2 315	2 418
Zysk operacyjny	640	580	608	820	852
Zysk brutto	787	563	105	505	780
Zysk netto	631	445	83	401	619
P/E	3,8	5,3	28,5	5,9	5,3
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4
ROE	16,6%	11,1%	1,9%	8,9%	12,3%
DPS*	11,7	0,0	0,0	0,0	11,9
Dividend yield	6,4%	0,0%	0,0%	0,0%	6,5%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ING BSK

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	1 048	1 152	1 116	1 157	1 207	1 305
Przychody pozaodsetkowe	961	908	926	1 158	1 211	1 294
Wynik z prowizji	899	890	827	869	921	980
Wynik handlowy	62	19	99	289	290	313
Wynik na działalności bankowej	2 009	2 060	2 042	2 315	2 418	2 599
Inne przychody operacyjne netto	12	27	13	13	13	13
Przychody bankowe ogółem	2 021	2 087	2 055	2 328	2 431	2 612
Koszty nieodsetkowe	-1 381	-1 507	-1 447	-1 508	-1 579	-1 637
Koszty osobowe	-700	-783	-782	-821	-870	-905
Amortyzacja	-155	-134	-134	-134	-134	-134
Inne koszty	-525	-591	-531	-553	-575	-598
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	640	580	608	820	852	975
Saldo rezerw	103	-66	-556	-373	-134	-147
Udział w wyniku jednostek zależnych	44	48	53	58	62	66
Zysk brutto	787	563	105	505	780	894
Podatek dochodowy	-150	-118	-22	-104	-161	-184
Zyski udziałowców mniejszościowych	-6	0	0	0	0	0
Zysk netto	631	445	83	401	619	710
Dywidendy wypłacone	152	0	0	0	155	213

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,1%	1,9%	1,7%	1,9%	1,8%	1,8%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,2%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Spread odsetkowy	1,9%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,7%
Koszty / Przychody	68,3%	72,2%	70,4%	64,8%	65,0%	62,7%
Koszty / Aktywa	2,7%	2,5%	2,2%	2,4%	2,4%	2,3%
Koszty osobowe / Przychody	34,7%	37,5%	38,0%	35,3%	35,8%	34,7%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	16,1%	-11,3%	-91,5%	-45,5%	-15,7%	-15,1%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,7%	-0,3%	-2,3%	-1,6%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	48,1%	44,8%	45,7%	50,3%	50,3%	50,0%
Zysk operacyjny / Aktywa	1,3%	1,0%	0,9%	1,3%	1,3%	1,3%
ROE	16,6%	11,1%	1,9%	8,9%	12,3%	12,7%
ROA	1,3%	0,7%	0,1%	0,6%	0,9%	1,0%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	7%	-29%	-81%	382%	55%	15%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	17%	-9%	5%	35%	4%	14%
Przychody bankowe ogółem	14%	3%	-2%	13%	4%	7%
Przychody odsetkowe netto	12%	10%	-3%	4%	4%	8%
Przychody nieodsetkowe	17%	-4%	0%	25%	5%	7%
Koszty nieodsetkowe	13%	9%	-4%	4%	5%	4%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 842	1 889	2 164	3 266	4 285	4 885
Należności od sektora finansowego	15 184	7 268	4 329	6 531	8 570	9 771
Dłużne papiery wartościowe	15 583	28 590	25 816	24 013	23 883	26 229
Kredyty i pożyczki	16 379	25 743	23 245	24 013	26 536	29 143
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 815	4 894	4 419	4 325	4 514	4 666
Aktywa trwałe	996	1 012	1 032	1 032	1 032	1 032
Inne aktywa	224	215	252	260	288	316
Razem aktywa	52 022	69 610	61 258	63 439	69 108	76 041
Zobowiązania wobec sektora finansowego	1 810	11 993	3 407	2 554	2 773	3 050
Depozyty	44 502	47 067	48 676	51 070	55 461	61 007
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	1 870	6 326	4 868	5 107	5 546	6 101
Kapitały własne	3 839	4 222	4 305	4 706	5 325	5 880
Kapitał zakładowy	130	130	130	130	130	130
Razem pasywa	52 022	69 610	61 258	63 439	69 108	76 041

	2007	2008	2 009P	2 010P	2 011P	2 012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	3,0%	1,9%	4,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Kredyty nieregularne / Aktywa	1,0%	0,7%	1,8%	2,6%	2,7%	2,6%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	129,0%	100,4%	95,6%	86,2%	85,4%	85,1%
Rezerwy / Kredyty ogółem	3,9%	1,9%	4,4%	5,6%	5,6%	5,6%
Rezerwy / Aktywa	1,3%	0,7%	1,7%	2,3%	2,3%	2,3%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	7,4%	6,1%	7,0%	7,4%	7,7%	7,7%
Kredyty / Aktywa	31,5%	37,0%	37,9%	37,9%	38,4%	38,3%
Depozyty / Aktywa	85,5%	67,6%	79,5%	80,5%	80,3%	80,2%
Kredyty / Depozyty	36,8%	54,7%	47,8%	47,0%	47,8%	47,8%
Stopa wzrostu kredytów	27,3%	57,2%	-9,7%	3,3%	10,5%	9,8%
Stopa wzrostu depozytów	15,4%	5,8%	3,4%	4,9%	8,6%	10,0%
Stopa wzrostu aktywów	7,3%	33,8%	-12,0%	3,6%	8,9%	10,0%

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	4,9 PLN
Cena docelowa	4,1 PLN
Kapitalizacja	1,33 mld PLN
Free float	0,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,73 mln PLN

Struktura akcjonariatu	
KBC	80,00%
Sofina SA	5,53%
Pionier Pekso IM SA	5,03%
KBC Securities	2,54%
Pozostali	6,90%

Profil spółki

Kredyt Bank jest 8. pod względem aktywów bankiem notowanym na GPW. Obecna strategia banku podkreśla nastawienie na klienta detalicznego oraz rozwój na rynku polskim bankassurance. Po stratach odnotowanych w latach 2002 – 2003, bank przeszedł proces głębokiej restrukturyzacji wewnętrznej, obecnie koncentruje się na promocji swojego wizerunku i nowych produktów, aby zwiększyć obecnie posiadany 4% — 5% udział rynku do 10%.

Kredyt Bank Sprzedaj

BKRE.WA; KRB.PW

(Obniżona)

Uwaga, ryzyko!

Niski współczynnik wypłacalności (8,81%), ekspozycja na portfel kredytów walutowych, wysoki wskaźnik kredyty depozyty (132% - najczęściej spośród pokrywanych banków) oraz wysokie CIR (67,5%) przemawiają za negatywną oceną Kredytu Banku. 56% portfela kredytów brutto - 12,2 mld PLN denominowanych jest w obcych walutach, z czego 9,8 mld PLN w CHF (kredyty mieszkaniowe dla ludności), a 2,7 mld PLN w innych walutach (77% w EUR, kredyty dla przedsiębiorstw). Osłabienie złotówki generuje wzrost aktywów ważonych ryzykiem dla banku. To z kolei przekłada się negatywnie na współczynnik wypłacalności. Wysoki wskaźnik kredyty/depozyty wskazuje na wysoki koszt finansowania, tym większy im bardziej bank będzie zmuszony do dywersyfikacji źródeł finansowania akcji kredytowej. Obecnie 11 mld PLN pasywów (28% aktywów) to finansowanie hurtowe od spółek zależnych inwestora strategicznego. Uważamy, że tegoroczne koszty ryzyka w połączeniu z silną presją na wynik operacyjny przed kosztami rezerw skonsumentów całoroczny zysk (prognoza 11 mln PLN zysku netto, spadek o 97% R/R). Ze względu na duże ryzyka związane z inwestycją w walory Kredytu Banku podnosimy współczynnik beta w wycenie dochodowej do poziom 2, z 1,3 wcześniej. Odzwierciedla to koszt kapitału własnego na poziomie 16%. Wyznaczamy naszą nową cenę docelową na poziomie 4,1 PLN/akcję i zalecamy ich sprzedaż. Uważamy, że ryzyka nie zostały uwzględnione w wycenie rynkowej Kredytu Banku.

Oszczędności nie rozwiążą problemu

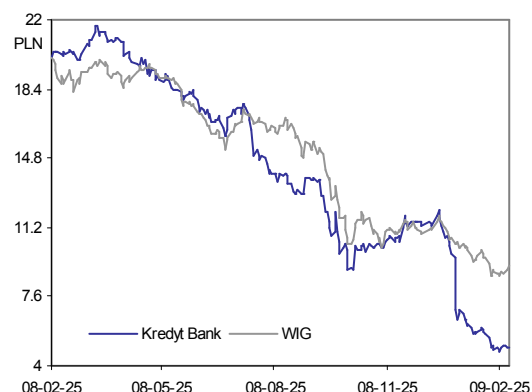
Bank chce zwolnić do 300 osób w banku w ramach zwolnień grupowych i osiągnąć dalszą redukcję zatrudnienia na poziomie 200 osób w grupie kapitałowej (nasz zakład: głównie Żagiel). Zwolnienie 500 osób w skali grupy da około 40 mln PLN oszczędności w kosztach osobowych w skali roku, ale najpierw bank musi utworzyć rezerwę restrukturyzacyjną w ramach zwolnień grupowych (około 10—15 mln PLN). Dodatkowo do ścieżki jest baza kosztów rzeczowych. Zakładamy spadek kosztów na poziomie 5% w 2009 roku. Nie ma gwarancji, że głębsze cięcia doprowadzą do poprawy wyników operacyjnych. Mogą zostać skonsumentowane przez głębszy spadek przychodów lub wyższe rezerwy. Tegoroczne oszczędności to tak naprawdę walka o brak strat.

Poziom kapitałów

Bank miał współczynnik wypłacalności⁰⁸ na poziomie 8,81% (7,9% Tier I i 0,9% Tier II). Dywidendy nie będzie i naszym zdaniem nie tylko w horyzoncie 2009 roku, ale dłuższego okresu. Obniżenie kapitałów o 575 mln PLN, przy RWA i funduszach zaliczanych do Tier I z końca roku sprawdza Tier I do poziomu 6%. Stanowi to 2% portfela. Skoro przy 1,75% kosztach ryzyka prognozowanych na 2009 rok wynik brutto spada do 14 mln PLN, to koszty ryzyka rzędu 3,8% stwarzają ryzyko nie tylko podwyższenia długu podporządkowanego, ale również podniesienia Tier I (ryzyko rozwodnienia EPS).

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	871	1 060	971	1 015	1 083
Marża odsetkowa	3,5%	3,2%	2,6%	2,7%	2,7%
WNDB	1 360	1 586	1 466	1 536	1 637
Zysk operacyjny	468	531	468	528	582
Zysk brutto	500	421	14	63	432
Zysk netto	391	325	11	49	335
ROE	17,9%	13,2%	0,4%	1,8%	11,7%
P/E	3,4	4,1	126,1	27,2	4,0
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
DPS*	0,52	0,00	0,00	0,00	0,31
Stopa dywidendy	10,6%	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

Kurs akcji Kredytu Banku na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Kredyt Bank

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	871	1 060	971	1 015	1 083	1 160
Przychody pozaodsetkowe	489	526	495	521	553	587
Wynik z prowizji	310	293	300	318	337	355
Wynik handlowy	179	233	194	203	217	232
Wynik na działalności bankowej	1 360	1 586	1 466	1 536	1 637	1 747
Inne przychody operacyjne netto	83	50	50	50	50	50
Przychody bankowe ogółem	1 443	1 636	1 516	1 586	1 687	1 797
Koszty nieodsetkowe	-975	-1 105	-1 047	-1 058	-1 104	-1 144
Koszty osobowe	-490	-536	-503	-505	-531	-552
Amortyzacja	-111	-104	-107	-110	-110	-110
Inne koszty	-374	-465	-438	-443	-463	-482
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	468	531	468	528	582	653
Saldo rezerw	30	-108	-455	-464	-150	-164
Udział w wyniku jednostek zależnych	2	-2	0	0	0	0
Zysk brutto	500	421	14	63	432	488
Podatek dochodowy	-111	-96	-3	-14	-97	-110
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	391	325	11	49	335	378
Dywidendy wypłacone	141	0	0	0	84	114

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,5%	3,2%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,9%	3,6%	2,8%	2,9%	3,0%	2,9%
Spread odsetkowy	3,7%	3,4%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%
Koszty / Przychody	67,4%	67,5%	69,1%	66,7%	65,5%	63,7%
Koszty / Aktywa	3,9%	3,4%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%
Koszty osobowe / Przychody	33,9%	32,8%	33,2%	31,8%	31,5%	30,7%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	6,4%	-20,4%	-97,1%	-88,0%	-25,8%	-25,2%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	0,2%	-0,5%	-1,7%	-1,8%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	39,7%	35,2%	35,9%	36,0%	35,8%	35,5%
Zysk operacyjny / Aktywa	1,7%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%
ROE	17,9%	13,2%	0,4%	1,8%	11,7%	11,9%
ROA	1,6%	0,6%	0,0%	0,1%	0,8%	0,7%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	-16,6%	-16,8%	-96,8%	364,4%	583,2%	13,0%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	7,0%	13,0%	-11,8%	12,6%	10,4%	12,0%
Przychody bankowe ogółem	5,5%	13,2%	-7,3%	4,6%	6,4%	6,5%
Przychody odesetkowe netto	11,7%	21,6%	-8,4%	4,5%	6,7%	7,0%
Przychody nieodsetkowe	-2,8%	0,4%	-5,5%	4,8%	5,7%	5,6%
Koszty nieodsetkowe	4,8%	13,3%	-5,2%	1,0%	4,4%	3,6%

**BILANS**

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	612	828	484	1 208	1 244	1 858
Należności od sektora finansowego	2 454	339	537	1 342	1 382	2 065
Dłużne papiery wartościowe	5 925	7 556	7 372	6 742	7 326	6 454
Kredyty i pożyczki	16 622	26 733	26 083	26 969	29 302	32 268
Akcje, udziały i inne inwestycje	530	2 313	1 304	1 348	1 465	1 613
Aktywa trwałe	464	483	496	485	498	516
Inne aktywa	522	479	522	539	586	645
Razem aktywa	27 128	38 731	36 797	38 635	41 804	45 420
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 453	13 247	11 007	11 281	11 828	12 464
Depozyty	17 089	20 275	21 352	22 767	24 876	27 363
Wyemitowane papiery wartościowe	0	0	0	0	0	0
Otrzymane pożyczki podporządkowane	394	280	280	281	309	332
Inne zobowiązania	916	2 283	1 502	1 602	1 750	1 926
Kapitały własne	2 276	2 646	2 656	2 705	3 040	3 335
Kapitał zakładowy	1 358	1 358	1 358	1 358	1 358	1 358
Razem pasywa	27 128	38 731	36 797	38 635	41 804	45 420

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	6,6%	4,9%	8,4%	11,1%	11,1%	11,1%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,2%	3,5%	6,2%	8,3%	8,3%	8,4%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	73,0%	68,7%	60,2%	57,5%	57,2%	56,3%
Rezerwy / Kredyty ogółem	4,8%	3,4%	5,0%	6,4%	6,4%	6,3%
Rezerwy / Aktywa	3,1%	2,4%	3,8%	4,8%	4,8%	4,8%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	8%	7%	7%	7%	7%	7%
Kredyty / Aktywa	61%	69%	71%	70%	70%	71%
Depozyty / Aktywa	63%	52%	58%	59%	60%	60%
Kredyty / Depozyty	97%	132%	122%	118%	118%	118%
Stopa wzrostu kredytów	44%	61%	-2%	3%	9%	10%
Stopa wzrostu depozytów	8%	19%	5%	7%	9%	10%
Stopa wzrostu aktywów	22%	43%	-5%	5%	8%	9%

**Banki**
Polska

Cena bieżąca	1,39 PLN
Cena docelowa	1,7 PLN
Kapitalizacja	1,2 mld PLN
Free float	0,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,19 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Banco Comercial Portugues	65,5%
CU OFE	5,10%
Pozostali	29,3%

Profil spółki

Millennium jest 6. pod względem aktywów bankiem uniwersalnym w Polsce. Jego obecna strategia nakierowana jest na klienta detalicznego i koncentruje się na wybranych podsegmentach detalu: kredytach hipotecznych, kartach kredytowych i kredytach gotówkowych. Bank przedstawił swoją nową strategię średnioterminową. Nie podał docelowych ROE i CIR. Zamierza skupić się na bankowości oddziałowej skoncentrowanej na segmencie detalicznym i MSP. Zamierza również ograniczyć wydatki.

Millennium

Kupuj

BIGW.WA; MIL.PW

(Podtrzymana)

Dużo w cenie, ale czy wszystko?

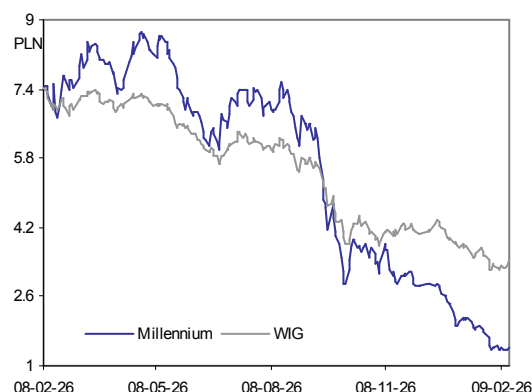
Nowa strategia zakłada bardzo ambitne plany rozwoju (150 tys. nowych klientów detalicznych rocznie, 25 - 30% wzrostu w kredytach gotówkowych, 10 -15% wzrostu kredytów MSP, +6% przychodów ze sprzedaży produktów skarbowych). Naszym zdaniem nie zostaną zrealizowane ze względu na dążenie do ograniczenia aktywów ważonych ryzykiem w całym sektorze bankowym. Millennium nie będzie wyjątkiem, tym bardziej, że jego pozycja kapitałowa jest gorsza niż innych banków otwarcie deklarujących chęć konsolidacji bilansów. Obecnie największą kontrolę banki mają nad bazą kosztową. Zapowiedź ograniczenia wydatków o 2% w tym roku i aż o 8% w przyszłym ma pozytywny wpływ na wyniki operacyjne banku (uwzględniamy — 2% i — 5,5%). Ograniczenie wydatków nie zneutralizuje negatywnego wpływu malejących przychodów i rosnących kosztów rezerw. Bank pokaże w tym roku symboliczny zysk netto. Potencjał do pozytywnych zaskoczeń jest bardzo duży (przede wszystkim wynika z niższych kosztów ryzyka na kredytach hipotecznych), jednak po drugiej stronie szali stoi strata, która zmniejszy poziom kapitałów własnych banku. A te w relacji do aktywów ważonych ryzykiem stanowią 7,9%. Współczynnik wypłacalności na poziomie 10,2% to zasługa Tier II. Rynek uwzględnia już jednak w wycenie scenariusz braku zysków w banku. Na tle Kredyt Banku bank ma zdecydowanie niższą relację kredyty/depozyty (106%) mimo rewaluacji znacznego portfela kredytów na skutek słabnącej złotówki (skuteczna akcja zbierania depozytów) i mniejszy portfel kredytów konsumpcyjnych. Jednak ze względu na ryzyko dokapitalizowania banku w przypadku realizacji negatywnego scenariusza podwyższamy wskaźnik beta w wycenie z 1,3 do 2. Wyceniamy Bank Millennium na 1,7 PLN/akcję i zalecamy kupowanie akcji.

Scenariusz dla rezerw

Zakładamy 100 pb kosztów ryzyka na portfelu kredytów hipotecznych, 200 pb na portfelu kredytów korporacyjnych oraz 400 pb na kredytach gotówkowych. Daje to koszt ryzyka na poziomie około 140 pb. Przekłada się to na konsumpcję prawie całego prognozowanego przez nas wyniku operacyjnego przed kosztami rezerw (490 mln PLN, -25% R/R). Wyższe koszty ryzyka powodują stratę, czyli obniżenie kapitałów własnych banku.

Stres test dla kapitałów

Bank Millennium, obok Kredyt Banku jest najbardziej narażony na ryzyko spadku kapitałów własnych. U niego również negatywny wpływ na współczynnik wypłacalności ma słabnąca złotówka. Aby Tier I spadł do 6% kapitały musiałyby się obniżyć o około 0,7 mld PLN (1,9% kredytów brutto na koniec 2008 roku). Koszt ryzyka na poziomie 3,3% obniża Tier I w okolice 6% (założenie RWA i funduszy z końca 2008 roku). W negatywnym scenariuszu dla PKB w Polsce ryzyko tego może stać się realne.

Kurs akcji Millennium na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	772	981	936	939	978
Marża odsetkowa	2,8%	2,5%	2,0%	1,9%	1,9%
WNDB	1 648	1 827	1 634	1 669	1 751
Zysk operacyjny	651	657	490	589	629
Zysk brutto	585	522	6	98	461
Zysk netto	462	413	5	77	365
ROE	19,5%	15,5%	0,2%	2,7%	11,9%
P/E	2,6	2,9	257,4	15,2	3,2
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS*	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy	13,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Millennium

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	772	981	936	939	978	1 048
Przychody pozaodsetkowe	877	847	698	730	773	822
Wynik z prowizji	543	472	438	471	504	534
Wynik handlowy	333	375	260	258	269	288
Wynik na działalności bankowej	1 648	1 827	1 634	1 669	1 751	1 870
Inne przychody operacyjne netto	61	21	21	21	21	21
Przychody bankowe ogółem	1 709	1 849	1 655	1 690	1 773	1 891
Koszty nieodsetkowe	-1 058	-1 192	-1 165	-1 101	-1 143	-1 191
Koszty osobowe	-539	-609	-606	-553	-577	-600
Amortyzacja	-88	-73	-73	-73	-73	-73
Inne koszty	-431	-510	-486	-476	-493	-518
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	651	657	490	589	629	700
Saldo rezerw	-67	-135	-484	-491	-168	-184
Udział w wyniku jednostek zależnych	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	585	522	6	98	461	516
Podatek dochodowy	-123	-108	-1	-20	-96	-107
Zyski udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	462	413	5	77	365	409
Dywidendy wypłacone	161	0	0	0	0	0

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,8%	2,5%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,1%	2,8%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Spread odsetkowy	2,7%	2,5%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
Koszty / Przychody	61,9%	64,5%	70,4%	65,2%	64,5%	63,0%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,1%	2,4%	2,2%	2,2%	2,1%
Koszty osobowe / Przychody	32%	33%	37%	33%	33%	32%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-10%	-21%	-99%	-83%	-27%	-26%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,4%	-0,5%	-1,4%	-1,4%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	51%	46%	42%	43%	44%	43%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,4%	1,7%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%
ROE	19,5%	15,5%	0,2%	2,7%	11,9%	11,8%
ROA	1,7%	1,1%	0,0%	0,2%	0,7%	0,7%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	53,5%	-10,4%	-98,9%	1588,2%	372,0%	12,0%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	59,0%	0,9%	-25,4%	20,2%	6,9%	11,2%
Przychody bankowe ogółem	34,9%	8,1%	-10,5%	2,1%	4,9%	6,7%
Wynik odsetkowy netto	20,3%	27,1%	-4,6%	0,4%	4,1%	7,1%
Przychody pozaodsetkowe	43,4%	-3,4%	-17,5%	4,5%	6,0%	6,3%
Koszty nieodsetkowe	23,3%	12,6%	-2,2%	-5,5%	3,8%	4,2%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	1 257	1 803	1 739	1 761	2 212	2 684
Należności od sektora finansowego	1 082	1 641	1 932	1 957	2 458	2 983
Dłużne papiery wartościowe	4 224	6 374	6 174	6 272	6 209	6 188
Kredyty i pożyczki	22 027	33 748	34 235	35 925	38 905	42 795
Akcje, udziały, pochodne	1 029	2 836	2 836	2 836	2 836	2 836
Aktywa trwałe	357	408	416	413	408	404
Inne aktywa	554	306	942	1 030	1 093	1 215
Razem aktywa	30 530	47 115	48 273	50 195	54 120	59 105
Zobowiązania wobec sektora finansowego	3 295	4 563	4 761	4 996	5 420	5 962
Depozyty	21 801	31 702	33 083	34 712	37 661	41 428
Wyemitowane papiery wartościowe	851	927	968	1 015	1 102	1 212
Otrzymane pożyczki podporządkowane	826	961	961	961	961	961
Inne zobowiązania, w tym zobowiązania finansowe	1 237	6 146	5 680	5 613	5 713	5 870
Kapitały własne	2 520	2 815	2 819	2 897	3 262	3 671
Kapitał zakładowy	849	849	849	849	849	849
Razem pasywa	30 530	47 115	48 273	50 195	54 120	59 105

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	3,4%	3,4%	5,4%	7,1%	7,1%	7,1%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,5%	2,5%	3,9%	5,3%	5,3%	5,4%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	79,5%	64,3%	64,8%	64,7%	65,6%	65,4%
Rezerwy / Kredyty ogółem	2,7%	2,2%	3,5%	4,6%	4,6%	4,6%
Rezerwy / Aktywa	2,0%	1,6%	2,6%	3,4%	3,5%	3,5%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	8,3%	6,0%	5,8%	5,8%	6,0%	6,2%
Kredyty / Aktywa	72,1%	71,6%	70,9%	71,6%	71,9%	72,4%
Depozyty / Aktywa	71,4%	67,3%	68,5%	69,2%	69,6%	70,1%
Kredyty / Depozyty	101,0%	106,5%	103,5%	103,5%	103,3%	103,3%
Stopa wzrostu kredytów	47,5%	53,2%	1,4%	4,9%	8,3%	10,0%
Stopa wzrostu depozytów	24,6%	45,4%	4,4%	4,9%	8,5%	10,0%
Stopa wzrostu aktywów	23,6%	54,3%	2,5%	4,0%	7,8%	9,2%

5 marca 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Pekao

BAPE.WA; PEO.PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	76,75 PLN
Cena docelowa	129,9 PLN
Kapitalizacja	20,1 mld PLN
Free float	8,2 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	131,72 mln PLN

Struktura akcjonariatu

UniCredit	59,36%
Skarb Państwa	3,96%
Pozostali	36,68%

Profil spółki

Po fuzji Pekao z częścią BPH stał się jednym z największych w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem wolumenów (aktywa, kredyty, depozyty). W 2008 roku zakończył integrację operacyjną obu podmiotów. Obecnie jego wolumeny rosną wolniej niż w przypadku głównego konkurenta: PKO BP. Obecnie pod względem portfela kredytów i depozytów zajmuje drugie miejsce w polskim sektorze bankowym, po PKO BP.

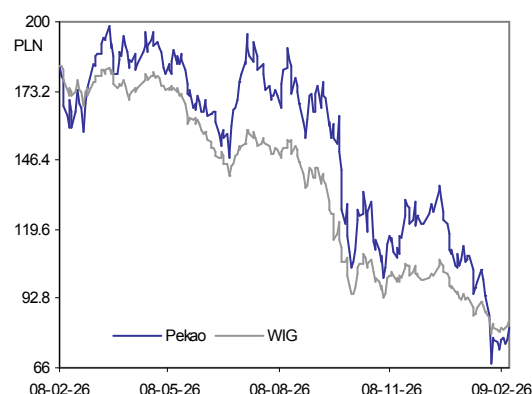
Top pick

Wyniki za 4Q08 oceniamy jako najlepsze w sektorze. Był to jeden z niewielu banków, który nie zaskoczył negatywnie, cały czas ma silny bilans, a ryzyko skonsumowania całych wyników operacyjnych wydaje się mało prawdopodobne. Czynniki takie jak płynny bilans (kredyty depozyty 91%), wysoki współczynnik wypłacalności na poziomie 11,1%, długa pozycja w walucie (więcej depozytów walutowych niż pasywów walutowych), brak zaangażowania w walutowe kredyty hipoteczne oraz konserwatywne podejście do rozwoju biznesu w ciągu ostatnich kilku lat przemawiają za inwestycją w bank Pekao. Konserwatywne podejście do ryzyka może obniżyć potencjalny poziom rezerw dla banku, jednak pozostajemy konserwatywni w ocenie tego czynnika. Tym bardziej, że bank eksponowany jest przede wszystkim na kredyty korporacyjne i kredyty konsumpcyjne w segmencie detalicznym, generatorów najwyższych kosztów ryzyka. Widzimy jednak potencjał do pozytywnych zaskoczeń z tego tytułu. Silna pozycja kapitałowa i płynny bilans może wręcz pomóc w odbudowaniu traconych wcześniej udziałów rynkowych. Bank może pozostać selektywny, dyktować wyższe ceny usług, jednak dalej oferować kredyt w momencie gdy inne banki nie będą mogły pozwolić sobie na wzrost RWA. Zakładamy niewypłacalność dywidendy z zysków za 2008 rok. Jednak decyzja dopiero ma zapaść, a wypłata dywidendy nie zagraża współczynniki wypłacalności i pozwala dalej się rozwijać. Kolejny argument za inwestycją. Wypłata połowy zysków daje DPS'08 na poziomie 6,7 PLN i stopę dywidendy brutto na poziomie 8,9% (wyższa niż w B. Handlowym). Wyceniamy Pekao na 129,9 PLN/akcję i zalecamy ich kupowanie i przeważanie Pekao relatywnie w portfelu.

Prognoza dla ryzyka

Bank miał 58,5 mld PLN kredytów korporacyjnych i 26,9 mld PLN kredytów konsumpcyjnych na koniec 2008. Koszt ryzyka z tego tytułu (w portfelu kredytów detalicznych znajduje się również portfel kredytów hipotecznych - lepiej zabezpieczonych) wyniesie naszym zdaniem 2,4% portfela kredytów. Aby bank skonsumował całą nadwyżkę operacyjną w 2009 roku (zakładamy 3,6 mld PLN, -21% R/R) koszty ryzyka musiałyby sięgnąć prawie 5% (wzrosnąć 7 razy w relacji do kosztów z 4Q08). A to dopiero oznacza brak zysku netto. Rynek wydaje się obecnie dyskontować znacznie poważniejsze konsekwencje dla banku. Bank ma jednak olbrzymi potencjał wzrostu RWA na bazie obecnych danych bilansowych, a naszym zdaniem zachowa selektywność w udzielaniu kredytów. Wzrost RWA z tytułu osłabienia PLN dotyczy tylko 7,7 mld PLN kredytów detalicznych (hipoteczne kredyty walutowe odziedziczone po BPH, udzielane przed połową 2006 roku — przy niskich wycenach nieruchomości) oraz 14,9 mld PLN kredytów dla przedsiębiorstw (gdzie bank udzielał takich kredytów tylko przy dochodach w obcych walutach i gdzie straty kredytowe zostały uwzględnione w wycenie).

Kurs akcji Pekao na tle WIG



Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	4 323	4 509	4 283	4 281	4 620
Marża odsetkowa	3,6%	3,5%	3,2%	3,1%	3,1%
WNDB	8 314	7 578	7 228	7 422	7 942
Zysk operacyjny	4 510	4 535	3 582	3 695	4 078
Zysk brutto	4 342	4 346	1 708	2 408	3 767
Zysk netto	3 547	3 528	1 370	1 938	3 038
ROE	23,1%	23,0%	8,2%	10,6%	15,0%
P/E	5,7	5,7	14,7	10,4	6,6
P/BV	0,9	1,3	1,2	1,0	0,9
DPS*	9,60	0,00	0,00	3,69	6,37
Stopa dywidendy	12,5%	0,0%	0,0%	4,8%	8,3%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

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 raportu.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT Pekao (mIn PLN)

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	4 323	4 509	4 283	4 281	4 620	5 117
Przychody pozaodsetkowe	3 991	3 069	2 945	3 141	3 321	3 532
Wynik z prowizji	2 932	2 342	2 325	2 456	2 605	2 764
Wynik handlowy	1 059	727	620	685	716	768
Wynik na działalności bankowej	8 314	7 578	7 228	7 422	7 942	8 649
Inne przychody operacyjne netto	0	745	72	72	72	72
Przychody bankowe ogółem	8 314	8 323	7 300	7 494	8 014	8 721
Koszty nieodsetkowe	-3 805	-3 788	-3 718	-3 800	-3 936	-4 070
Koszty osobowe	-1 933	-1 853	-1 795	-1 807	-1 875	-1 951
Amortyzacja	-393	-413	-432	-456	-478	-489
Inne koszty	-1 496	-1 522	-1 492	-1 536	-1 582	-1 630
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	4 510	4 535	3 582	3 695	4 078	4 652
Saldo rezerw	-320	-294	-1 949	-1 365	-395	-435
Udział w wyniku jednostek zależnych	153	105	75	79	84	91
Zysk brutto	4 342	4 346	1 708	2 408	3 767	4 307
Podatek dochodowy	-800	-805	-325	-458	-716	-818
Zyski udziałowców mniejszościowych	-13	-13	-13	-13	-13	-13
Zysk netto	3 547	3 528	1 370	1 938	3 038	3 476
Dywidendy wypłacone	2 514	0	0	969	1 671	2 085

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	3,6%	3,5%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	3,8%	3,8%	3,4%	3,3%	3,3%	3,4%
Spread odsetkowy	3,5%	3,6%	3,3%	3,1%	3,1%	3,2%
Koszty / Przychody	49%	46%	51%	51%	49%	47%
Koszty / Aktywa	-3,6%	-3,0%	-2,8%	-2,7%	-2,6%	-2,5%
Koszty osobowe / Przychody	-26%	-22%	-25%	-24%	-23%	-22%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-7%	-6%	-54%	-37%	-10%	-9%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,5%	-0,4%	-2,4%	-1,8%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	51%	46%	41%	43%	42%	41%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,7%	3,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,9%
ROE	23,1%	23,0%	8,2%	10,6%	15,0%	15,6%
ROA	3,0%	2,8%	1,0%	1,4%	2,0%	2,1%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	18%	-1%	-61%	41%	57%	14%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	13%	1%	-21%	3%	10%	14%
Przychody bankowe ogółem	11%	0%	-12%	3%	7%	9%
Wynik odsetkowy netto	6%	4%	-5%	0%	8%	11%
Przychody pozaodsetkowe	14%	-23%	-4%	7%	6%	6%
Koszty nieodsetkowe	9%	0%	-2%	2%	4%	3%

BILANS

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	5 122	10 004	13 440	14 165	13 768	13 350
Należności od sektora finansowego	16 960	7 909	14 933	17 706	19 669	22 249
Dłużne papiery wartościowe	24 563	22 586	20 999	21 703	24 098	26 605
Kredyty i pożyczki	69 702	82 515	76 624	79 232	88 025	97 171
Akcje, udziały, pochodne	1 964	4 598	4 275	4 418	4 906	5 417
Aktywa trwałe	2 710	2 652	2 741	2 894	3 034	3 106
Inne aktywa	3 075	1 766	1 652	1 702	1 874	2 055
Razem aktywa	124 096	132 030	134 664	141 821	155 375	169 952
Zobowiązania wobec sektora finansowego	9 942	14 993	14 379	15 056	16 501	18 110
Depozyty	89 944	90 889	93 977	98 402	107 848	118 362
Wyemitowane papiery wartościowe	3 717	2 471	2 322	2 183	2 052	1 929
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	5 746	7 641	6 575	6 826	7 545	8 313
Kapitały własne	14 667	15 947	17 318	19 255	21 325	23 130
Kapitał zakładowy	262	262	262	262	262	262
Razem pasywa	124 096	132 030	134 664	141 821	155 375	169 952

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w k. ogółem	8%	5%	9%	12%	11%	11%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4%	4%	6%	7%	7%	6%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	85%	87%	80%	75%	75%	75%
Rezerwy / Kredyty ogółem	7%	5%	8%	9%	8%	8%
Rezerwy / Aktywa	4%	3%	4%	5%	5%	5%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	13%	12%	13%	14%	14%	14%
Kredyty / Aktywa	51%	62%	57%	56%	57%	57%
Depozyty / Aktywa	77%	69%	70%	69%	69%	70%
Kredyty / Depozyty	67%	91%	82%	81%	82%	82%
Stopa wzrostu kredytów	11%	18%	-7%	3%	11%	10%
Stopa wzrostu depozytów	2%	1%	3%	5%	10%	10%
Stopa wzrostu aktywów	1%	6%	2%	5%	10%	9%



5 marca 2009

Aktualizacja raportu

**Banki**
Polska

PKO BP

PKOB.WA; PKO.PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Cena bieżąca	19,4 PLN
Cena docelowa	29,6 PLN
Kapitalizacja	19,4 mld PLN
Free float	9,4 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	204,99 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,49%
Pozostali	48,51%

Profil spółki

PKO BP do grudnia 2007 roku był największym bankiem polskiego sektora bankowego. Po fuzji Pekao z częścią BPH, PKO BP został wiceliderem w sektorze pod względem aktywów. Jednak pod względem poszczególnych wolumenów (np. kredytów i depozytów gospodarstw domowych) pozostaje liderem na rynku. Jednocześnie PKO BP w dalszym ciągu pozostaje bankiem o największej bazie klientów (ma ponad 6 mln klientów indywidualnych, podczas gdy Pekao po fuzji ma ich przeszło 4 mln).

Strategiczny gracz

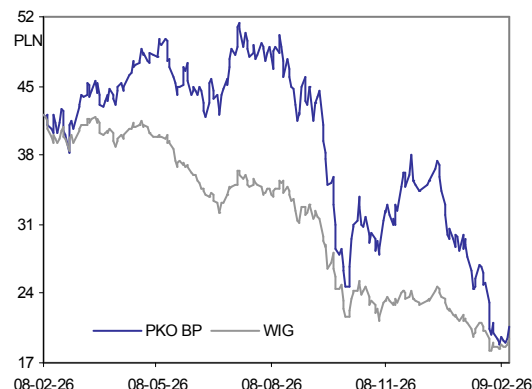
PKO BP jest obecnie najlepiej pozycjonowanym bankiem, jeśli chodzi o dostęp do rosnącej bazy depozytowej. Uważamy, że 2009 rok będzie seria danych o rosnących udziałach banku w segmencie depozytów detalicznych. Można mieć do niego pretensje o nasilenie wojny depozytowej, bo z nową ofertą depozytów (zapowiadana zresztą jeszcze wiosną ub.r., zanim problem płynności stał się problemem) wkroczył w sam środek kryzysu, który nastąpił po bankructwie Lehman Brothers. Obecnie relacja kredyty/depozyty sięga w banku 98%, co było skutkiem rewaluacji walutowego portfela kredytów hipotecznych. Uważamy, że w ciągu roku wskaźnik ten obniży się do poziomu 91% i pozostanie w tych okolicach w długim terminie. Dobra ekspozycja na segment detaliczny, ograniczone zaangażowanie w segment korporacyjny, wysoka efektywność działania (CIR na poziomie 45%), stabilny współczynnik wypłacalności (11,3%) dają bankowi duży potencjał rozwoju. In minus odnotowujemy ekspozycję na Ukrainę, która już w 4Q08 przyniosła 246,3 mln PLN w poczet rezerw i 76,4 mln PLN odpisu wartości firmy. Aby bank skonsolidował całą nadwyżkę operacyjną prognozowaną na 2009 rok (3,9 mld PLN, -25% R/R), koszty ryzyka musiałyby sięgnąć 3,7%. Obniżenie Tier I do poziomu 6% to obniżenie kapitałów o 4,4 mld PLN (prawie 4% kredytów brutto). Wyznaczamy naszą cenę docelową na poziomie 29,6 PLN/akcję i zalecamy kupowanie akcji.

Ukraina ciąży, ale nie zagraża

Oczekujemy dalszych rezerw w tym roku, mimo zapewnień prezesa, że tworzone rezerwy (ponad 10% portfela kredytów!) wynikały ze zmian w nadzorze właścicielskim i dogłębnego przeglądu portfela. Uważamy, że nawet w przypadku realizacji negatywnego scenariusza dla sytuacji makroekonomicznej w Polsce i na Ukrainie, prawdopodobieństwo skonsolidowania rezerwami całej nadwyżki operacyjnej PKO BP jest bardzo małe. Aby tak się stało bank musiałby odpisać prawie 4% portfela kredytów (portfel Ukraiński stanowił 2,2% portfela PKO BP). Jego potencjalne odpisanie bez uwzględnienia tarczy podatkowej to 2 PLN/akcję, a ostatnie dokapitalizowanie (1 mld UAH, ok. 400 mln PLN to 0,4 PLN/akcję).

Udział w rynku depozytów będzie kosztowny

Do tej pory w otoczeniu rosnących stóp procentowych łatwo było wskazać największego beneficjenta. PKO BP jako największy gracz detaliczny (6 mln klientów), ze znacznym portfelem ROR-ów, oferującym stawki depozytów znacznie poniżej konkurencji odnotowywał ponadprzeciętne marże odsetkowe. Po 3Q08 sięgnęła ona 5,2%! Na aktywach ogółem. Nowa oferta depozytowa oraz słabsza sprzedaż kredytów (zgodnie z oczekiwaniami dla całego rynku) zmieni to bezpowrotnie. Oczekujemy spadku NIM do 3,7% w 2009 roku. Widzimy potencjał do pozytywnych zaskoczeń zarówno po stronie wolumenów jak i po stronie poziomu docelowej marży.

Kurs akcji PKO BP na tle WIG**Marta Jeżewska**

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	4 647	6 127	5 098	5 391	5 738
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%	3,7%	3,7%	3,7%
WNDB	7 445	9 186	7 957	8 371	8 845
Zysk operacyjny	3 662	5 182	3 881	4 179	4 544
Zysk brutto	3 609	4 192	1 333	1 747	3 992
Zysk netto	2 904	3 301	1 067	1 405	3 224
ROE	26%	25%	7%	9%	18%
P/E	6,7	5,9	18,2	13,8	6,0
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2	1,0
DPS*	1,09	0,00	0,00	0,56	1,45
Stopa dywidendy	5,6%	0,0%	0,0%	2,9%	7,5%

* dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT PKO BP

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	4 647	6 127	5 098	5 391	5 738	6 167
Przychody pozaodsetkowe	2 798	3 059	2 859	2 979	3 108	3 239
Wynik z prowizji	2 332	2 412	2 451	2 548	2 649	2 745
Wynik handlowy	466	647	408	431	459	493
Wynik na działalności bankowej	7 445	9 186	7 957	8 371	8 845	9 405
Inne przychody operacyjne netto	258	292	204	204	204	204
Przychody bankowe ogółem	7 702	9 478	8 161	8 574	9 049	9 609
Koszty nieodsetkowe	-4 041	-4 296	-4 280	-4 396	-4 505	-4 622
Koszty osobowe	-2 289	-2 429	-2 347	-2 325	-2 326	-2 348
Amortyzacja	-382	-430	-467	-575	-594	-594
Inne koszty	-1 370	-1 437	-1 466	-1 495	-1 585	-1 680
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	3 662	5 182	3 881	4 179	4 544	4 987
Saldo rezerw	-57	-1 005	-2 563	-2 448	-567	-619
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	4	16	16	16	16	16
Zysk brutto	3 609	4 192	1 333	1 747	3 992	4 384
Podatek dochodowy	-668	-873	-253	-332	-758	-833
Zyski udziałowców mniejszościowych	-38	-19	-13	-10	-10	-10
Zysk netto	2 904	3 301	1 067	1 405	3 224	3 541
Dywidendy wypłacone	1 090	0	0	562	1 451	1 770

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,4%	5,0%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,7%	5,4%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Spread odsetkowy	4,5%	5,1%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Koszty / Przychody	52,5%	45,3%	52,4%	51,3%	49,8%	48,1%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%
Koszty osobowe / Przychody	29,7%	25,6%	28,8%	27,1%	25,7%	24,4%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-1,5%	-19,4%	-66,0%	-58,6%	-12,5%	-12,4%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,1%	-1,1%	-2,5%	-2,3%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	39,7%	35,4%	37,5%	37,1%	36,6%	35,8%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,5%	4,3%	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%
ROE	26,4%	25,3%	7,3%	8,8%	18,0%	17,4%
ROA	2,8%	2,7%	0,8%	1,0%	2,1%	2,1%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Zysk netto	35,1%	13,7%	-67,7%	31,6%	129,5%	9,8%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	35,3%	41,5%	-25,1%	7,7%	8,7%	9,8%
Przychody bankowe ogółem	18,2%	23,1%	-13,9%	5,1%	5,5%	6,2%
Przychody odsetkowe netto	21,3%	31,9%	-16,8%	5,8%	6,4%	7,5%
Przychody nieodsetkowe	13,8%	9,7%	-8,6%	3,9%	4,0%	4,0%
Koszty nieodsetkowe	6,0%	6,3%	-0,4%	2,7%	2,5%	2,6%

**BILANS**

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	4 683	5 837	9 032	7 713	8 200	9 770
Należności od sektora finansowego	5 292	3 364	10 208	8 717	9 268	11 042
Dłużne papiery wartościowe	15 202	14 667	12 463	16 349	14 739	12 971
Kredyty i pożyczki	76 417	101 176	103 862	108 995	117 915	129 706
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 767	3 935	2 970	3 117	3 372	3 709
Aktywa trwałe	4 004	4 317	4 674	4 796	4 952	4 952
Inne aktywa	1 204	1 460	1 125	1 181	1 277	1 405
Razem aktywa	108 569	134 755	144 335	150 867	159 723	173 555
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 704	6 991	7 146	6 904	3 858	2 829
Depozyty	86 611	102 939	113 576	119 209	128 592	141 452
Wyemitowane papiery wartościowe	179	212	190	190	190	190
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 615	1 619	1 619	1 619	1 619	1 619
Inne zobowiązania	3 481	8 816	6 551	6 280	6 131	6 037
Kapitały własne	11 921	14 132	15 199	16 604	19 266	21 356
Kapitał zakładowy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Razem pasywa	108 569	134 755	144 335	150 867	159 723	173 555

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	3,6%	3,4%	6,5%	9,1%	9,1%	9,1%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,6%	2,6%	4,9%	7,0%	7,2%	7,3%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	86,2%	80,6%	76,5%	74,1%	73,4%	71,6%
Rezerwy / Kredyty ogółem	3,1%	2,7%	5,0%	6,7%	6,7%	6,5%
Rezerwy / Aktywa	2,2%	2,1%	3,8%	5,2%	5,3%	5,2%

ANALIZA AKTYWÓW

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kapitały własne / Aktywa	11%	10%	11%	11%	12%	12%
Kredyty / Aktywa	70%	75%	72%	72%	74%	75%
Depozyty / Aktywa	80%	76%	79%	79%	81%	82%
Kredyty / Depozyty	88%	98%	91%	91%	92%	92%
Stopa wzrostu kredytów	30%	32%	3%	5%	8%	10%
Stopa wzrostu depozytów	4%	19%	10%	5%	8%	10%
Stopa wzrostu aktywów	6%	24%	7%	5%	6%	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, 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

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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. współpracuje z Pekao.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BZ WBK

Rekomendacja	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Zawieszona	Kupuj	Kupuj
data wydania	2008-08-01	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23
kurs z dnia rekomendacji	168,00	179,00	144,80	116,00	116,40	111,80	86,00
WIG w dniu rekomendacji	42416,36	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04	24932,01

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Bank Handlowy

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2008-08-18	2008-09-04	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03
kurs z dnia rekomendacji	73,00	65,70	60,00	43,90	50,00	50,50	34,00
WIG w dniu rekomendacji	40903,46	41152,32	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04	23908,36

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Kupuj	Kupuj	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2008-08-06	2008-08-19	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-01-23
kurs z dnia rekomendacji	495,00	490,00	451,00	389,50	442,10	424,90	329,80
WIG w dniu rekomendacji	42118,25	40736,81	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04	24932,01

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kredyt Bank

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Sprzedaj
data wydania	2008-08-11	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-07	2009-01-06	2009-01-12
kurs z dnia rekomendacji	14,95	13,60	12,00	10,33	11,80	10,93
WIG w dniu rekomendacji	40651,79	36854,78	34832,29	27976,81	28331,88	27680,04

cd. Kredyt Bank

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-01-23	2009-02-03
kurs z dnia rekomendacji	6,70	5,98
WIG w dniu rekomendacji	24932,01	23908,36

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium

Rekomendacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Zawieszona	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03
kurs z dnia rekomendacji	7,40	6,21	5,30	2,85	2,68	2,02
WIG w dniu rekomendacji	42118,25	36854,78	34832,29	28331,88	27680,04	23908,36

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao

Rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2008-08-06	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-02-03
kurs z dnia rekomendacji	192,00	167,00	160,00	115,00	134,90	123,00	104,10
WIG w dniu rekomendacji	42118,25	36854,78	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04	23908,36

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

Rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Kupuj
data wydania	2008-08-06	2008-08-12	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12
kurs z dnia rekomendacji	51,40	49,45	41,50	41,02	30,00	36,55	34,33
WIG w dniu rekomendacji	42118,25	40949,96	36854,78	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04