

# BRE Bank

13 stycznia 2010

(tłumaczenie)

Banki	Kurs	276,1 PLN *	Sprzedaj					
	Wycena	226,1 PLN	(podtrzymanie)					
<b>Stopa zwrotu</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>	<b>FY/e 31.12 (mln PLN)</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>Absolutna</b>	11%	2%	38%	<b>Wynik odsetk. netto</b>	1 392,5	1 640,9	1 654,5	1 782,4
<b>Relatywna do MSCI</b>	0%	-1%	-20%	<b>Wynik pozaodsetkowy</b>	1 447,0	1 364,4	1 355,5	1 475,6
<b>Max/ min (12-mies.)</b>	291 / 93 PLN			<b>Koszty pozaodsetkowe</b>	1 703,2	1 677,3	1 755,0	1 840,6
<b>Reuters</b>	BREP.WA			<b>Zysk operacyjny</b>	1 136,3	1 328,0	1 255,0	1 417,4
<b>Bloomberg</b>	BRE PW			<b>Zysk netto</b>	857,5	141,7	343,2	587,8
<b>Kapitalizacja (mln EUR)</b>	2 006,2			<b>Koszty/ dochody (%)</b>	60,0	55,8	58,3	56,5
<b>Free float</b>	27,9%			<b>ROE (%)</b>	23,8	3,6	8,2	12,6
<b>Następne wydarzenie w spółce:</b>				<b>C/Z (x)</b>	9,5	57,5	23,7	13,9
9 lutego 2010 - publikacja wyników za IV kw. 2009				<b>C/WK (x)</b>	2,1	2,0	1,9	1,6

Źródło: KBC Securities

\* kurs zamknięcia z 12/01/2010

Podtrzymujemy rekomendację Sprzedaj dla BRE Banku. Wśród mniejszych polskich banków, BRE Bank radzi sobie najłabiej, w 2009 roku jego kurs wzrósł o 37,1% (w ujęciu dolarowym), dając wzrost niższy o 23,6% od indeksu MSCI. Oczekując pogorszenia przychodów pozaodsetkowych, w połączeniu z perspektywą wyższych kosztów i wysokiego kosztu ryzyka, obniżyliśmy prognozę zysku netto na 2009/2010/2011 o 33,7%/17,6%/10,5% do 141,7 mln zł (-83,5% r/r)/342,2 (+142,2% r/r)/587,8 mln zł (+71,3% r/r). Nasze prognozy są niższe od konsensusu: o 32% na 2009 rok i o 19% na 2010 i 2011 rok. Pomimo obniżenia prognoz zysków w najbliższej przyszłości, po uwzględnieniu wyższej rentowności w dłuższym terminie nasza wycena zwiększyła się o 8% do 226,1 zł na akcję, co implikuje 18,1% potencjału spadkowego.

## Rekomendacja Sprzedaj podtrzymana

- IV kwartał 2009 – zbyt optymistyczny konsensus.** W IV kw. 2009 roku prognozujemy 53,6 mln zł zysku netto (-26% kw./kw.) w porównaniu z konsensusem na poziomie 118,7 mln zł (według Bloomberga). Oczekujemy presji na przychody ze względu na spadającą marżę i sezonowo niższy wynik z tytułu prowizji i opłat. Spodziewamy się w IV kw. wymaganych rezerw netto na poziomie 161 pb średniej wartości kredytów brutto pod wpływem pogarszającej się nadal jakości portfela kredytów gotówkowych. Sezonowo wyższe koszty (+27% kw./kw.) powinny, naszym zdaniem, częściowo zostać pokryte dywidendą z PZU.
- Koszt ryzyka będzie spadał (powoli).** W III kw. ub. roku kredyty zagrożone zwiększyły się do 5,9% (2,8% IV kw. 2008 roku), jednak, naszym zdaniem, szczytowy ich wzrost bank ma już za sobą i utrzymał stosunkowo stabilne pokrycie rezerw (53,7% w III kw. br. wobec 57,3% poprzednio). Raportowane rezerwy netto spadły w III kw. 2009 roku do 180 pb średniej wartości kredytów brutto (237 pb w I poł. 2009), jednak utrzymują się mocno powyżej 62 pb zaksięgowanych w 2008 roku. Wyższy poziom wymaganych rezerw (190 pb w III kw. 2009) był efektem dalszego pogorszenia portfela kredytowego. Prognozujemy koszt ryzyka w 2009 roku na 207 pb, a w 2010 i 2011 roku zakładamy spadek odpowiednio do 142 pb i 106 pb.
- Niski współczynnik kapitału podstawowego.** Wśród pokrywanych przez nas banków z Europy Środkowo-Wschodniej BRE Bank ma najniższy współczynnik wypłacalności z kapitału podstawowego, szacowany w 9M09 na 6,5% (współczynnik kapitału Tier 2 na podobnym poziomie). Bank jest w dobrej pozycji ze względu na wsparcie spółki-matki Commerzbanku i obecnie nie ma planów podwyższenia kapitału, jeśli nie liczyć możliwości przesunięcia kapitału Tier 2 do hybrydowego kapitału Tier 1 (w związku z nowymi regulacjami KNF). Jednakże podtrzymujemy naszą opinię, że inwestorzy powinni się liczyć z jednak podwyższeniem kapitału przez bank, który ma ograniczoną możliwość generowania kapitału wewnętrznego w przyszłości, zanim doczekają się dywidendy.

Mark MacRae, CFA  
 Marta Czajkowska-Baldyga  
 Michał Konarski  
 Sandra Jankovic

+48 22 581 08 06  
 +48 22 581 08 09  
 +48 22 581 08 22  
 +381 11 33 30 521

mark.macrae@kbcsecurities.pl  
 marta.czajkowska@kbcsecurities.pl  
 michal.konarski@kbcsecurities.pl  
 sandra.jankovic@kbcsecurities.rs

- **Za drogi walor.** W ubiegłym roku kurs banku dał zwrot niższy o 24% od indeksu MSCI EE. Od początku br. kurs akcji BRE Banku wzrósł o 8,1%, zgodnie z indeksem. Notowany przy 13,9x C/Z na 2011P, bank ma 3,5% i 28,2% premię odpowiednio wobec polskich (13,4x) i środkowoeuropejskich banków (10,8x). Naszym zdaniem, uzasadnione jest dyskonto, zważywszy wyższy profil ryzyka BRE Banku wobec krajowych rywali, gorszą rentowność operacyjną (wobec wartości portfela kredytowego) i napięty bilans.

### Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

**EBITDA** = EBIT + amortyzacja  
**EPS** = zysk netto/ liczba akcji  
**DPS** = dywidenda na akcję  
**NBV na akcję** = wartość księgowa netto/ liczba akcji  
**Marża EBITDA** = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży  
**Marża zysku operacyjnego** = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży  
**CFPS** = Cash flow/ liczba akcji  
**Dług netto** = zadłużenie odsetkowe – gotówka  
**ROE** = zysk netto/ średni kapitał własny  
**EV** = kapitalizacja rynkowa + Dług netto  
**P/E** = kurs rynkowy/ EPS  
**P/CF** = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)  
**P/BV** = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa  
**P/S** = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży  
**Stopa dywidendy** = DPS/ kurs rynkowy \*100%

### Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metody wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

### System rekomendacji

**Kupuj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,  
**Trzymaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,  
**Sprzedaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

### Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendację w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

### Rekomendacje dla Banku BRE wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs akcji (zł)	Rekomendacja	Data wydania
BRE Bank	145,9	163,2	Sprzedaj	21 stycznia 2009
BRE Bank	96,0	100,7	Trzymaj	25 lutego 2009
BRE Bank	96,0	128,0	Sprzedaj	25 marca 2009
BRE Bank	95,2	132,8	Sprzedaj	28 kwietnia 2009
BRE Bank	147,4	164,2	Sprzedaj	29 czerwca 2009
BRE Bank	239,8	291,0	Sprzedaj	29 października 2009
BRE Bank	216,4	250,0	Sprzedaj	6 listopada 2009
BRE Bank	226,1	276,1	Sprzedaj	14 stycznia 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 41 rekomendacji inwestycyjnych:

20 Kupuj	49%
12 Trzymaj	29%
9 Sprzedaj	23%

## Lista kontaktów

### Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
<b>Telekomunikacja, Media, IT</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości</b>	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

### Makroekonomia

	Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
--	------------	------------------	-----------------------------

### Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright: © 2010 KBC Securities