



RAPORT ANALITYCZNY

Polskie banki

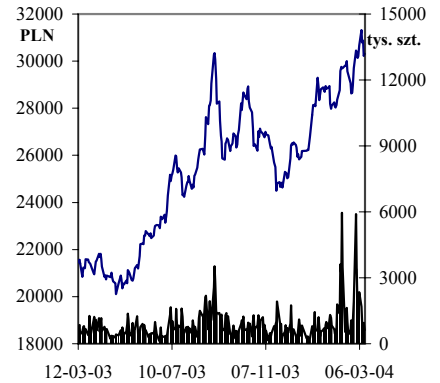
Banki

ISSN 1508-308X

Warszawa, 14.03.04

Niewielka poprawa zysku operacyjnego

- Kolejny raz zyski większości banków były niższe niż konsensus rynkowy. Na ogół negatywnie zaskakiwały rynek wysokie koszty działania (kumulacja rocznych kosztów w Banku Handlowym, koszty restrukturyzacji w BZ WBK) i zwiększone koszty rezerw (rezerwy celowe w Pekao, rezerwa na ryzyko ogólne w BPH PBK i Millennium). Zgodnie z oczekiwaniami wyższe były obciążenia podatkowe, ale Pekao i BZ WBK umiejętnie zneutralizowały efekt przeliczenia aktywów podatkowych.
- Odwrotnie niż 3 kw., ostatni kwartał 2003 r. korzystniejszy był dla banków pod względem zysków z operacji finansowych (w większości banków mniejsze straty na obligacjach) niż przychodów prowizyjnych (na ogół niewielki spadek).
- Nie znosi się na gwałtowny wzrost wolumenów (kredyty korporacyjne spadły sezonowo w grudniu i tylko w niewielkim stopniu odtworzyły się w styczniu), tak więc ciągle najistotniejszy dla wyników banku jest poziom kosztów. Tu liderem jest BPH PBK i ING BSK. W 2004 r. poprawić swoje wskaźniki powinien BZ WBK, ale w dalszym ciągu będzie w tyle za tymi dwoma bankami oraz Pekao.
- Sektorowe dane pokazują, że cały czas istnieje ryzyko pogarszania jakości portfela kredytowego, dlatego w 2004 r. tylko w niektórych bankach (ING BSK, na mniejszą skalę Pekao) czynnikiem powodującym poprawę zysku będzie spadek kosztów rezerw. Na poprawę rentowności pozytywnie wpłynie niższy podatek oraz wolna poprawa zyskowności na poziomie przed rezerwami, której pierwsze przejawy pojawiły się pod koniec 2003 r. Wzrost wolumenów będzie ograniczany niezbyt dużymi inwestycjami przedsiębiorstw oraz niską dynamiką przychodów ludności.
- Ceny banków zawierają już wiarę w poprawę wyników banków, większą niż nasze prognozy, dlatego mamy raczej negatywne nastawienie do sektora.



	Rekomend.	Cena rynkowa	Cena docelowa
Pekao	Trzymaj	125	102
BPH PBK	Sprzedaj	419	265
BZ WBK	Redukuj	85,4	74
Millennium	Redukuj	3,13	2,5
Kredyt Bank	Sprzedaj	8,75	5,4
ING BSK	Trzymaj	391,5	366
Handlowy	Redukuj	70	49

Analitycy

Andrzej Powierża
doradca inwestycyjny
Andrzej.Powierza@breinvest.com.pl
tel (22) 697 47 42
fax (22) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	P/E				ROE				P/BV			
	2002	4 kw. (an)	2003P	2004P	2002	4 kw. (an)	2003P	2004P	2002	4 kw. (an)	2003P	2004P
Pekao	26,9	32,2	22,6	18,1	11%	9%	13%	16%	2,9	2,9	2,9	2,7
BPH PBK	92,8	52,6	36,1	20,2	3%	4%	6%	11%	2,4	2,3	2,3	2,2
BZ WBK	22,8	-	48,3	16,8	12%	-3%	5%	14%	2,5	2,4	2,5	2,2
Millennium	14,5	166,6	65,0	17,8	11%	1%	2%	8%	1,5	1,5	1,5	1,4
Kredyt Bank	-	-	-	16,6	-22%	-507%	-135%	12%	0,8	2,8	2,8	1,7
ING BSK	33,1	67,7	101,7	17,5	6%	3%	2%	10%	1,8	1,9	1,9	1,7
Handlowy	37,7	72,1	39,0	24,2	4%	2%	4%	6%	1,5	1,5	1,5	1,5

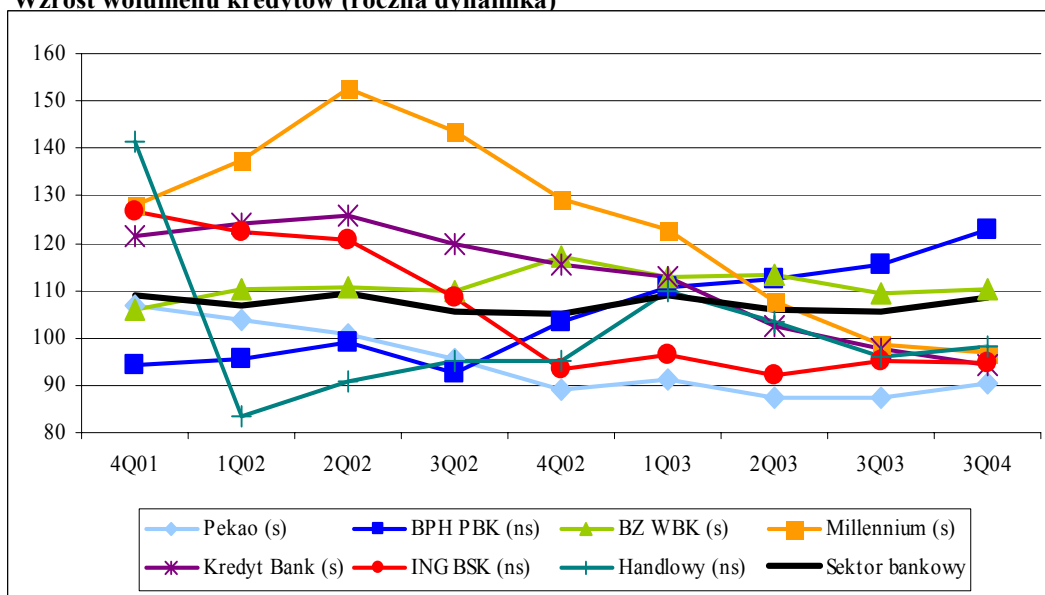
Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego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



Sektor bankowy po 4 kw.

Tradycyjnie po zakończeniu sezonu wyników przedstawiamy porównanie wskaźnikowe wyników banków.

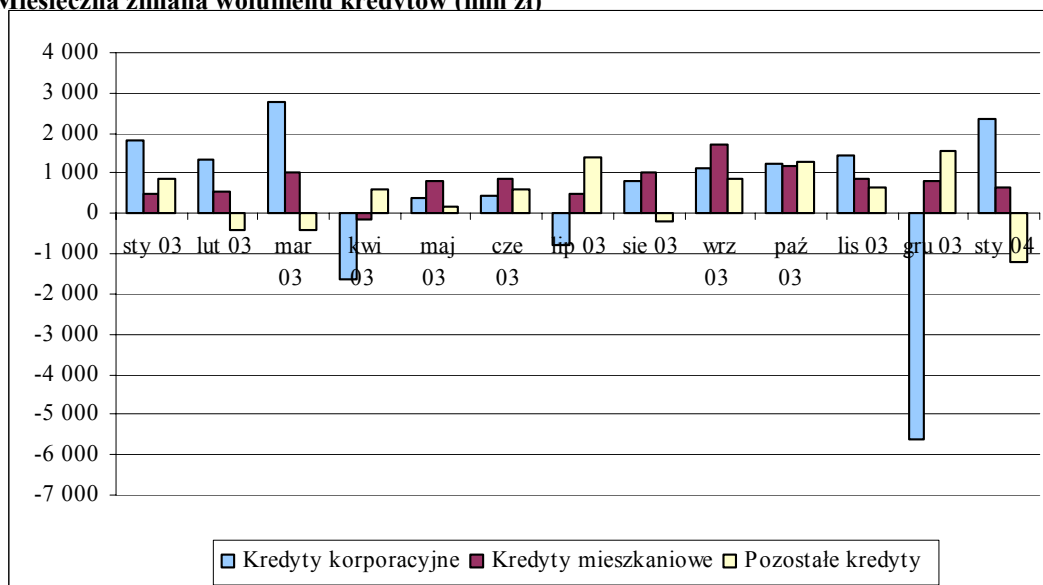
Wzrost wolumenu kredytów (roczna dynamika)



Źródło: banki, NBP, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Podobnie jak kwartał temu, tylko dwa duże banki giełdowe miały wyższą dynamikę akcji kredytowej niż sektor. Konsekwentna polityka BPH PBK przyniosła efekty i bank jeszcze bardziej umocnił się na pozycji lidera, zwiększając dystans do BZ WBK. Reszta banków w dalszym ciągu notuje spadek wolumenów, a peleton zamyka Pekao.

Miesięczna zmiana wolumenu kredytów (mln zł)



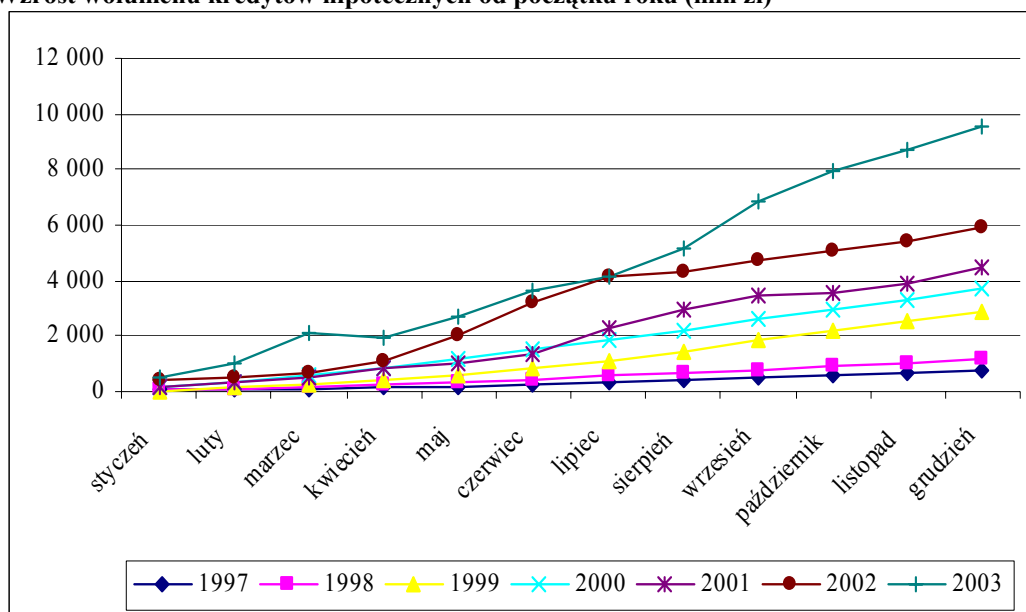
Źródło: NBP, Dom Inwestycyjny BRE Banku

W sektorze osłabło tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych (co częściowo wynika ze stabilizacji kursu złotego), ale w dalszym ciągu to one były motorem wzrostu całego portfela kredytowego. W grudniu miał miejsce sezonowy spadek kredytów korporacyjnych, a silnie (najsilniej w całym roku) wzrosły pozostałe kredyty. Z kolei w styczniu role się odwróciły: kredyty korporacyjne odrobiły



część grudniowego spadku, a pozostałe kredyty spadły. Stabilnie zachowały się kredyty mieszkaniowe, ale ich miesięczny wzrost był mniejszy niż pod koniec ub. r.

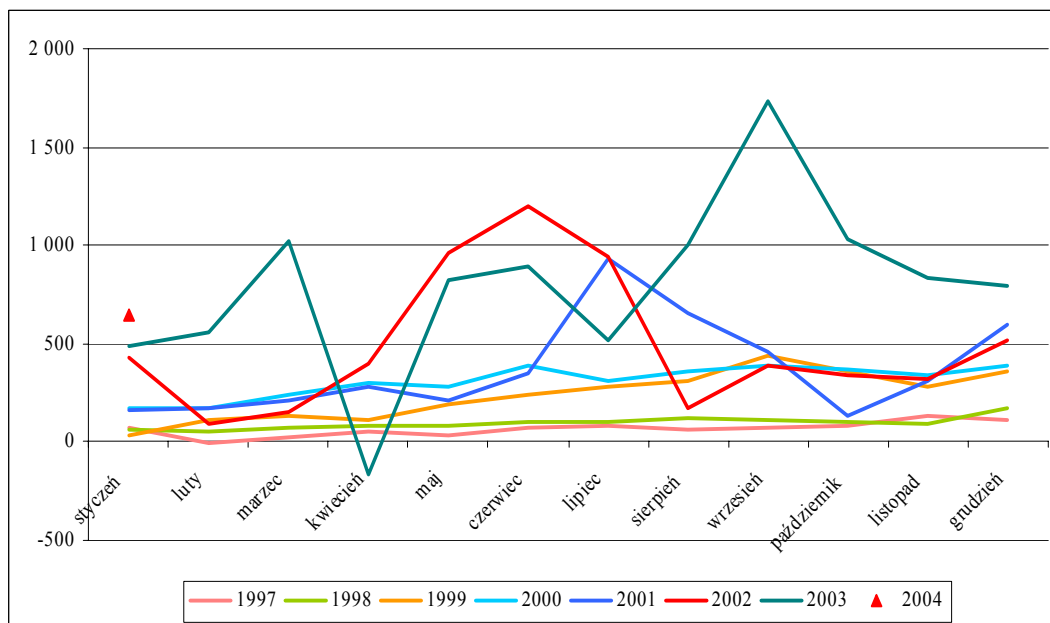
Wzrost wolumenu kredytów hipotecznych od początku roku (mln zł)



Źródło: NBP, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Mimo że wrześniowy wzrost wolumenu kredytów mieszkaniowych o 1,7 mld zł nie powtórzył się w kolejnych miesiącach i miesięczne zmiany wolumenów mały, to jednak właśnie końcówka roku zdecydowała o dużo większym przyroście w 2003 r. w porównaniu do 2002 r.

Miesięczny wzrost wolumenu kredytów hipotecznych (mln zł)

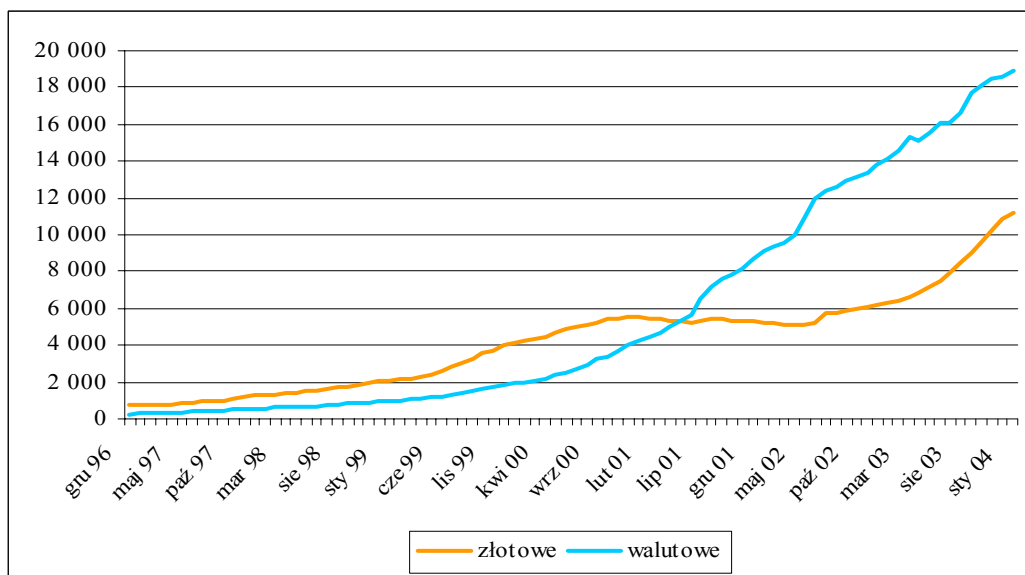


Źródło: NBP, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Obecny rok, mimo mniejszych miesięcznych przychodów niż pod koniec ubiegłego roku, zapowiada się mimo wszystko dobrze. Wzrost w styczniu wyniósł 645 mln zł wobec 490 mln zł przed rokiem i 429 mln zł dwa lata temu.



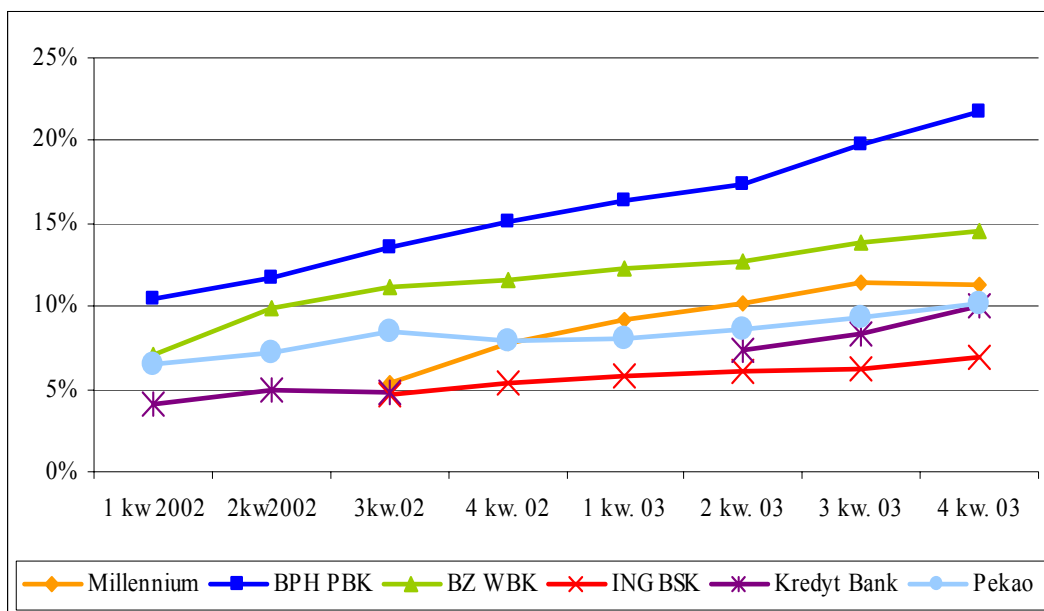
Wolumen złotych i walutowych (*) kredytów mieszkaniowych (kw/kw)



Źródło: NBP, Dom Inwestycyjny BRE Banku
(* w tym kredyty złotowe indeksowane kursem walut)

Ostatnie miesiące 2003 r. roku przyniosły potwierdzenie wcześniej obserwowanego ożywienia kredytów złotych i spadku popularności kredytów walutowych. W 4 kw. stan kredytów złotych zwiększył się o 1,8 mld zł, a walutowych o 0,8 mld zł, co pokazuje na wyraźną zmianę preferencji klientów (rok temu było to odpowiednio 0,3 mln zł i 0,9 mld zł). Rok 2004 może stać się rokiem masowego złotowego kredytu hipotecznego, chociaż styczeń w pojedynku kredytów złotych przyniósł remis: walutowych przybyło 333 mln zł, złotych 312 mln zł.

Udział kredytów hipotecznych w kredytach ogółem

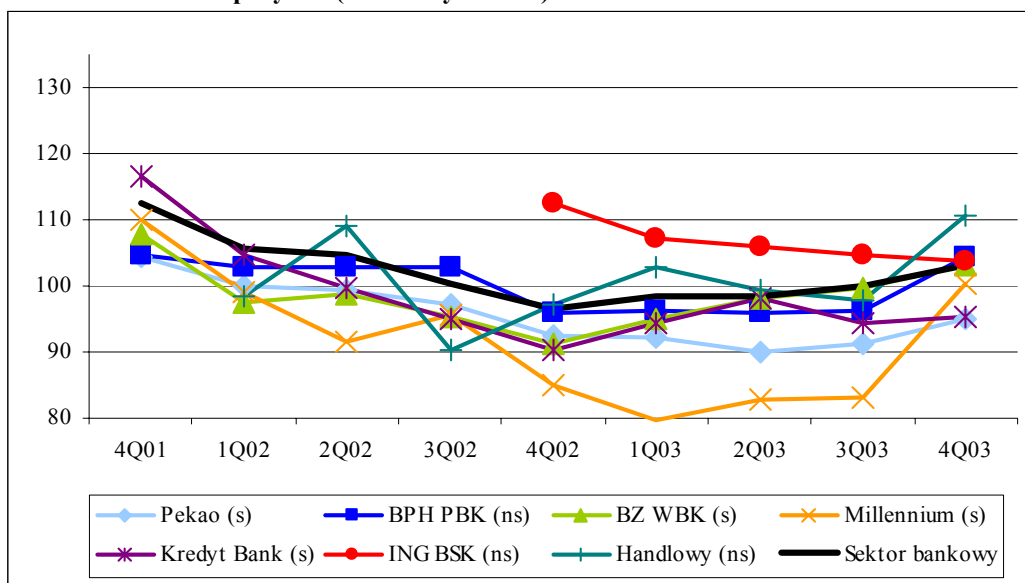


Źródło: banki, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Być może odwrót klientów od kredytów walutowych jest wytłumaczeniem zahamowania wzrostu udziału kredytów hipotecznych w portfelu Millennium. Warto podkreślić, że zmianę preferencji klientów bardzo dobrze zniósł BPH PBK, który mimo skoncentrowania się na kredytach we frankach szwajcarskich, miał bardzo dobry 4 kw. (wzrost wolumenu o 0,7 mld). Trochę polepszyła się sprzedaż kredytów mieszkaniowych w Pekao, ale trudno zauważyć, aby banki od dawna stawiające na kredyty złotowe wykorzystały korzystne dla nich nastawienie klientów.



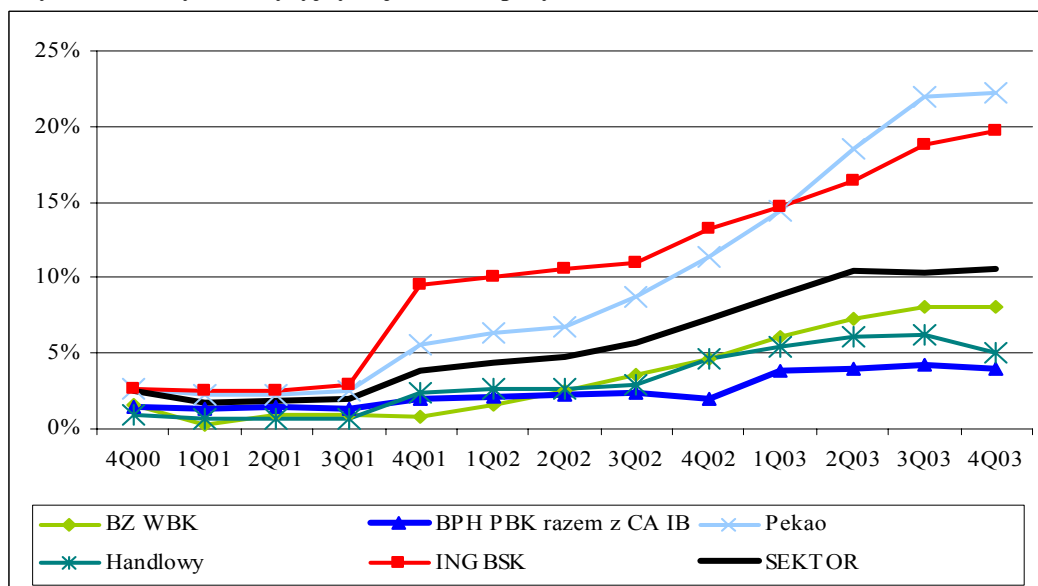
Wzrost wolumenu depozytów (roczna dynamika)



Źródło: banki, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Szczególnie silny w tym roku sezonowy wzrost depozytów korporacyjnych pod koniec roku przełożył się na bardzo dobre wyniki Banku Handlowego i BPH PBK. Najniższą dynamikę miał Kredyt Bank, z którego wycofano sporo środków po ogłoszeniu o gigantycznej stracie banku w 2003 r., oraz tradycyjnie już Pekao.

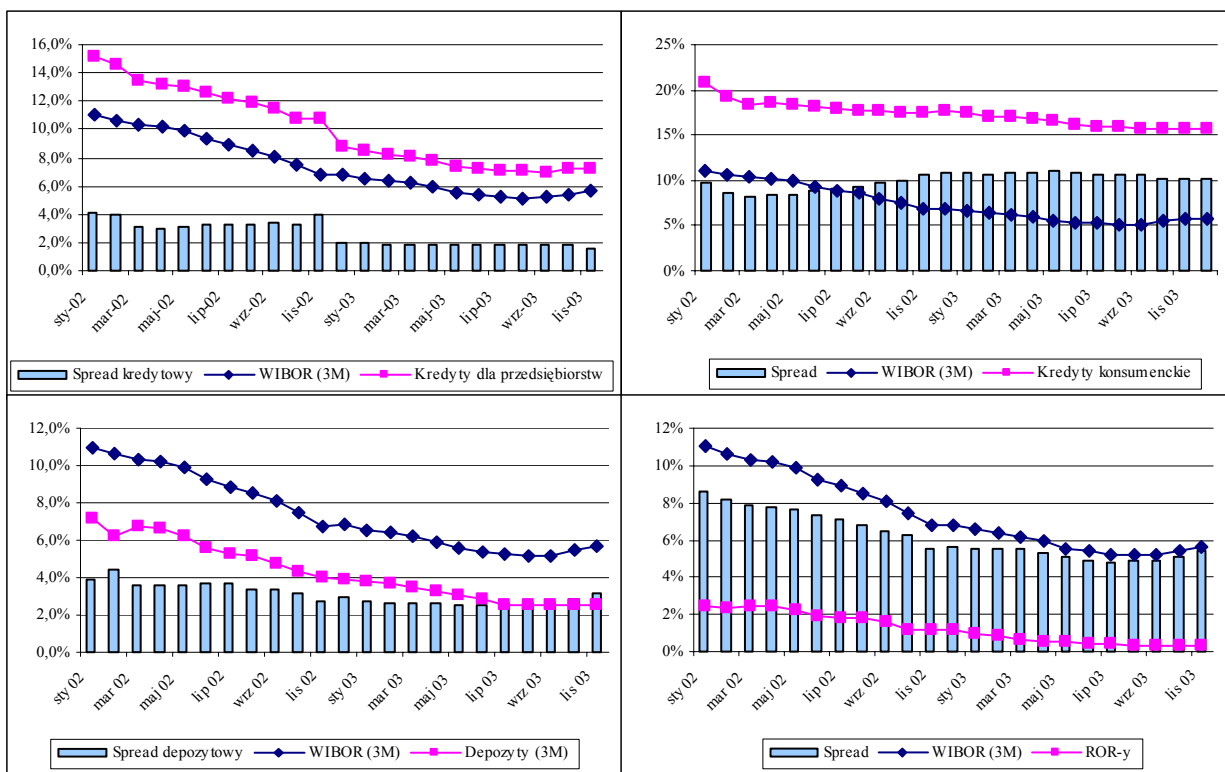
Aktywa funduszy inwestycyjnych jako % depozytów



Źródło: banki, hoga.pl, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Mimo spowolnienia na rynku funduszy inwestycyjnych grupie ING udało się, dzięki 12% dynamice wzrostu aktywów zarządzanych przez TFI, zwiększyć ich udział w środkach klientów ogółem i na koniec 2003 r. ich wartość była równa 19,6% wolumenu depozytów. Mimo wolniejszego przyrostu w 4 kw., dalej liderem pod tym względem jest Pekao (22,2%), a inne niż ING grupy finansowe są daleko w tyle. Spadek analizowanego wskaźnika w Banku Handlowym to efekt nie tylko wzrostu depozytów (+10% w 4 kw.), ale i spadku aktywów zarządzanych przez bankowe TFI (-13% w 4 kw.).

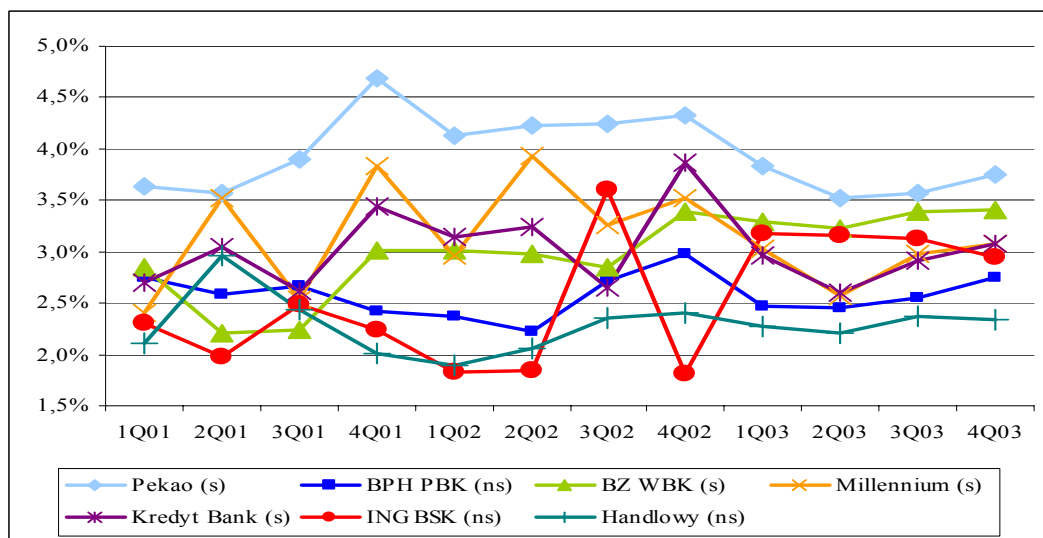
Oprocentowanie i spready w sektorze



Źródło: NBP, DI BRE Banku

Zmieniona przez NBP metodologia obliczania oprocentowania kredytów (do listopada 2002 prezentowana jest oferta banku, od grudnia – faktyczne oprocentowanie wynegocjowane przez banki) pokazuje niską rentowność tego segmentu rynku. Co gorsza, grudzień przyniósł kolejne obniżenie spreadu na kredytach korporacyjnych. Wzrost rynkowych stóp procentowych (wyższy WIBOR) poprawił za to sytuację po stronie depozytów. Bankom na ogół udało się utrzymać na niskim poziomie oprocentowanie depozytów, dzięki czemu spready depozytowe rosną. Jednak kilka banków wprowadziło nowe, wyżej oprocentowane produkty depozytowe i można się obawiać, że nawet przy utrzymaniu oprocentowania tradycyjnych produktów na dotychczasowym poziomie, średnie koszty odsetkowe banków wzrosną.

Annualizowane marże odsetkowe(*)

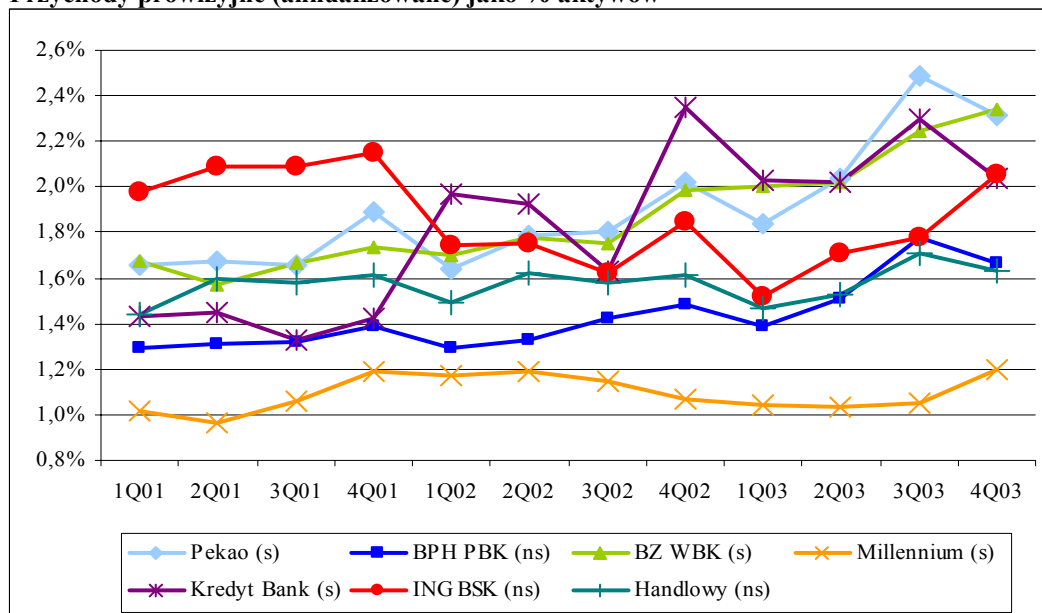


Źródło: banki, DI BRE Banku

(*) marże odsetkowe bez uwzględnienia SWAPów, z wyj. B. Millennium i ING BSK od 1 kw. 2003.

Zwiększenie spreadów depozytowych w sektorze przełożyło się na lepsze wyniki banków giełdowych, które na ogół w 4 kw. zwiększyły marże odsetkowe. Wyjątkiem był ING BSK.

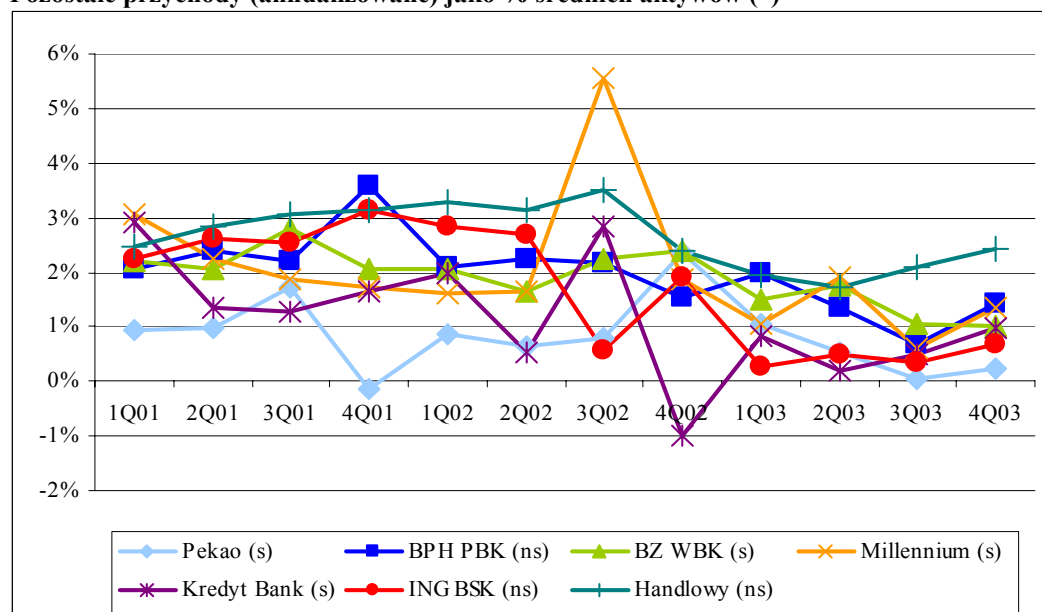
Przychody prowizyjne (annualizowane) jako % aktywów



Źródło: banki, DI BRE Banku

Po rewelacyjnym pod względem przychodów prowizyjnych 3 kw. przyszedł trochę gorszy 4 kw. W większości banków (wyjątkiem były ING BSK i BZ WBK oraz Millennium) przychody prowizyjne jako procent aktywów spadły. Godzi się jednak podkreślić, że mimo spadku w porównaniu do poprzedniego kwartału, we wszystkich bankach były na poziomie wyższym niż w 2 kw. Ciekawym zjawiskiem był wzrost kosztów prowizyjnych, który był istotną przyczyną niższych przychodów prowizyjnych netto.

Pozostałe przychody (annualizowane) jako % średnich aktywów (*)



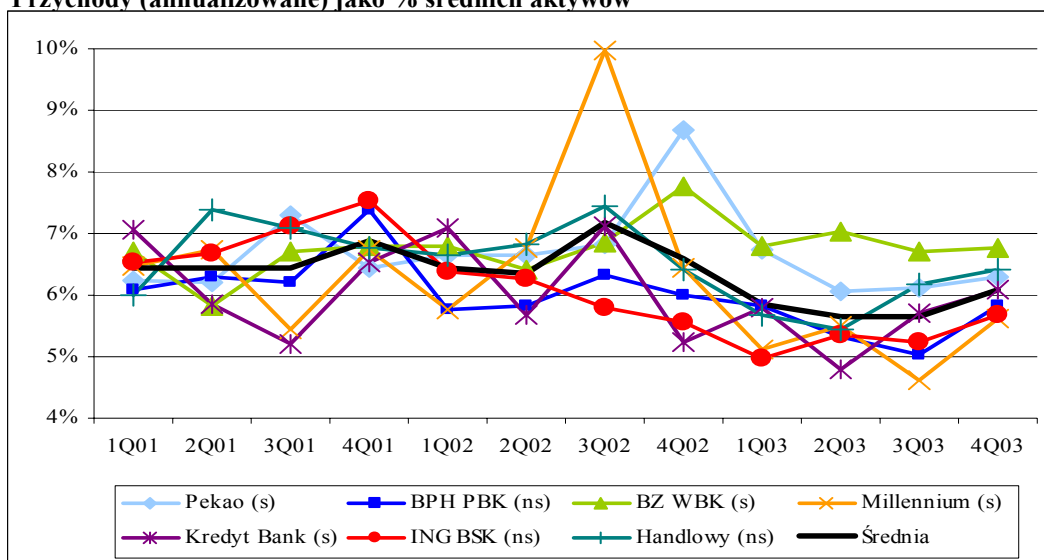
Źródło: banki, DI BRE Banku

(*) z tym operacje SWAP, z wyj. B. Millennium i ING BSK od 1 kw. 2003



Koniec 2003 r. nie był tak zły jak 3 kw. i większość banków (za wyjątkiem BZ WBK) zwiększyła pozostałe przychody (mniejsze straty na obligacjach). Kolejny raz liderem pod względem pozostałych przychodów był Bank Handlowy, ale znowu dzięki transakcji jednorazowej (sprzedaż PTE). Jeżeli nastąpi ponowny proces obniżania rynkowych stóp procentowych, to banki okresowo będą mogły znowu zarobić na obligacjach, odrabiając, być może z nadatkiem, straty z II poł. 2003 r., ale eldorado, z jakim mieliśmy do czynienia w 2002 r., roku wysokich zysków na portfelu obligacji i ciągle wysokich przychodów swapowych, już nie wróci. Podtrzymujemy opinię, że jedynie Bank Handlowy i BPH PBK będą mogły liczyć na znaczące pozostałe przychody.

Przychody (annualizowane) jako % średnich aktywów

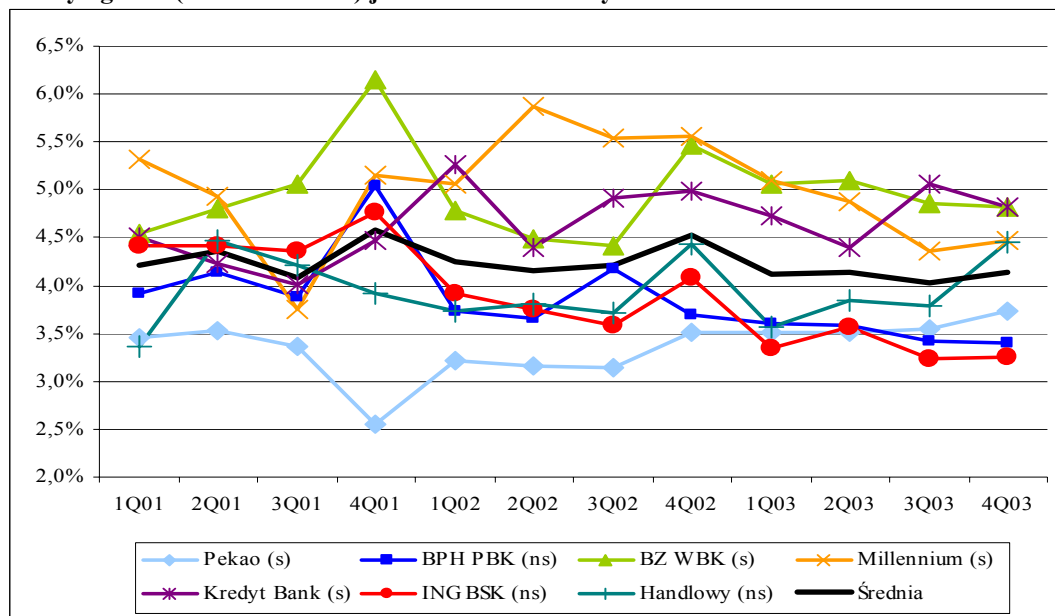


Źródło: banki, DI BRE Banku

Wyższe marże odsetkowe i mniejsze straty na obligacjach zrekompensowały bankom zawiązką spadek przychodów prowizyjnych netto i przychody (jako procent aktywów) wzrosły we wszystkich analizowanych bankach. Pozycję lidera utrzymał BZ WBK, ale zmniejszył się dystans pomiędzy nim i resztą pelotonu. Dzięki sprzedaży PTE wzrost zyskowności aktywów zanotował Bank Handlowy, a swój wynik poprawił też Pekao. Spadkowy trend przerwał BPH PBK i Bank Millennium. W przypadku tego ostatniego banku, ze względu na sprzedaż portfela kredytów samochodowych, w 2004 r. spadną przychody banku, ale jednocześnie o ok. 10% zmniejszą się aktywa banku – w sumie powinno to zaowocować zwiększeniem wskaźnika Przychody / Aktywa.



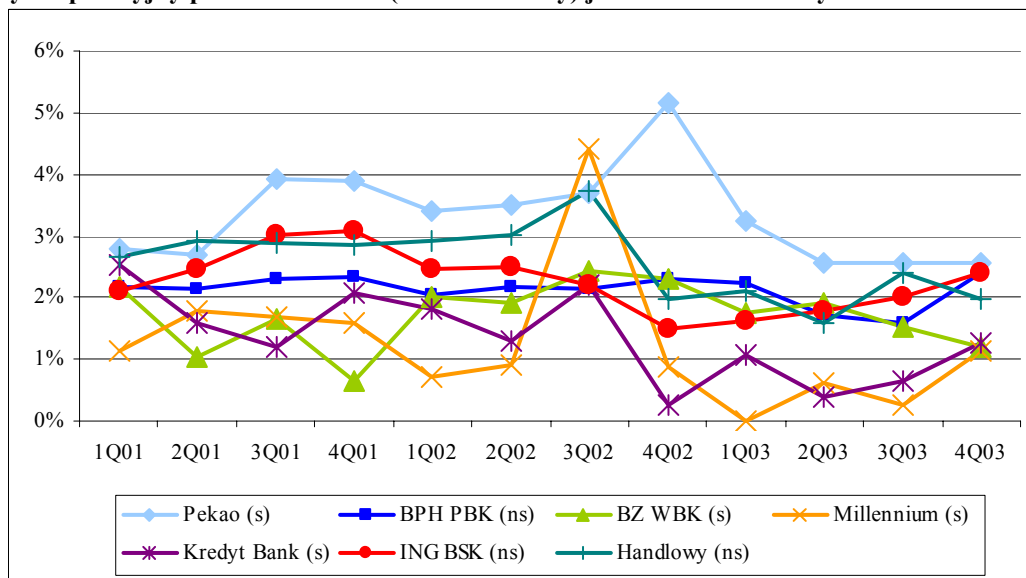
Koszty ogółem (annualizowane) jako % średnich aktywów



Źródło: banki, DI BRE Banku

W stosunku do 3 kw. pogorszył się wskaźnik Koszty/Aktywa dla Banku Handlowego, który w 4 kw. zaksięgował koszty związane z korzystaniem z systemów informatycznych Citigroup i koszty uczestniczenia swych pracowników w programie motywacyjnym. Poza tym bez zmian: najwyższy wskaźnik kosztów miał Kredyt Bank i BZ WBK, wysokie także Millennium. W 2004 r. sytuacja powinna się poprawić w dwóch pierwszych bankach: od początku roku w BZ WBK i stopniowo w trakcie roku w Kredyt Banku. Z czysto matematycznych powodów pogorszy się obraz w Millennium, ponieważ sprzedaż portfela kredytów samochodowych spowoduje spadek aktywów, a tym samym wzrost wskaźnika (z obecnych 4,47% do 5,02%). W gronie najtańszych banków nie powinno być dużych zmian. BPH PBK, dzięki dynamicznemu wzrostowi aktywów i stałej kontroli kosztów powinien jeszcze obniżyć wskaźnik. W porównaniu z nim gorzej pewnie będzie wypadać ING BSK, mający niższy wzrost aktywów. W Pekao ciągle mogą rosnąć koszty amortyzacji systemu informatycznego, co w sytuacji małej dynamiki aktywów będzie niekorzystnie wpływać na analizowany wskaźnik.

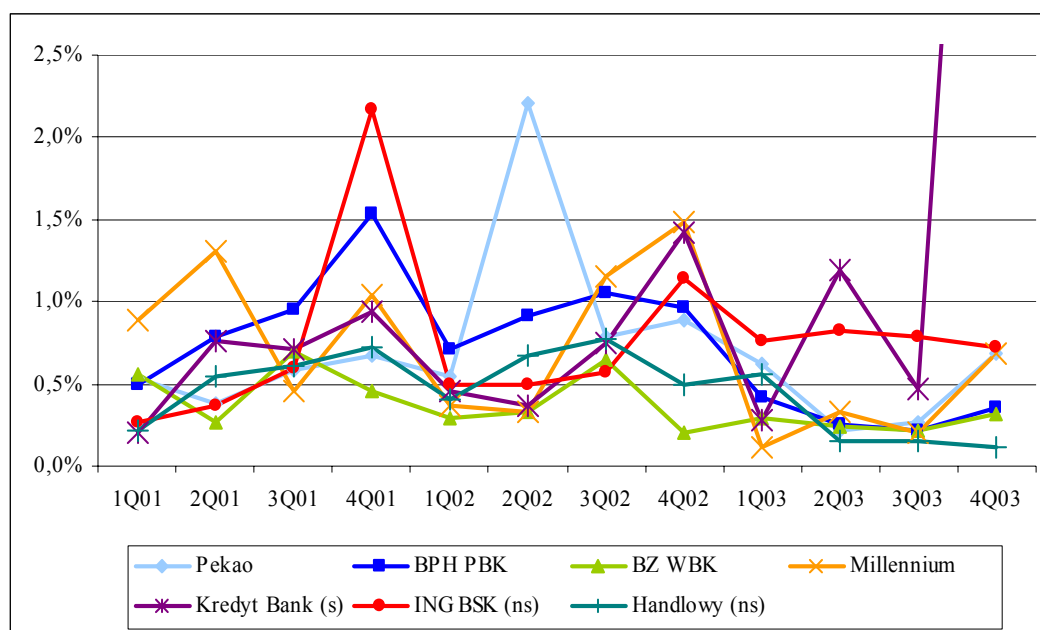
Zysk operacyjny przed rezerwami (annualizowany) jako % średnich aktywów



Źródło: banki, DI BRE Banku

Pozytywnym zjawiskiem jest wzrost zysku operacyjnego większości banków (wyjątkiem był Bank Handlowy, w którym wzrost kosztów przewyższył wzrost przychodów, oraz BZ WBK, ale w przypadku tego banku znormalizowany zysk operacyjny kolejny raz minimalnie się poprawił). Jeszcze silniej niż kwartał temu widać, że dla zysku operacyjnego kluczowy jest poziom kosztów i najniższe zyski mają banki o największych kosztach. Ograniczenie kosztów w połączeniu z systematycznym niewielkim zwiększaniem przychodów zaowocowało w przypadku ING BSK czwartym pod rząd kwartałem przyrostu zysku operacyjnego. BPH PBK przerwał z kolei trend spadkowy i „odkleił się” od BZ WBK (od początku 2002 r. banki miały bardzo podobny poziom wskaźnika Zysk operacyjny / Aktywa). Bieżący rok powinien przynieść poprawę wskaźników rentowności Millennium (efekt niższego mianownika) oraz Kredyt Banku (restrukturyzacja), ale w dalszym ciągu bankom tym będzie dużo brakowało do liderów. Z kolei najlepsze banki powinny utrzymać osiągniętą rentowność: nie wierzymy w zdecydowaną poprawę, ponieważ większość z nich ma ograniczone możliwości oszczędzania po stronie kosztów, a przychody będą pod presją ze względu na konkurencję (która na dobrą sprawę dopiero się zaczyna) i umiarkowane tempo przyrostu akcji kredytowej (ograniczone inwestycje przedsiębiorstw, mały wzrost przychodów ludności).

Kwartałne saldo rezerw jako % średniego stanu kredytów

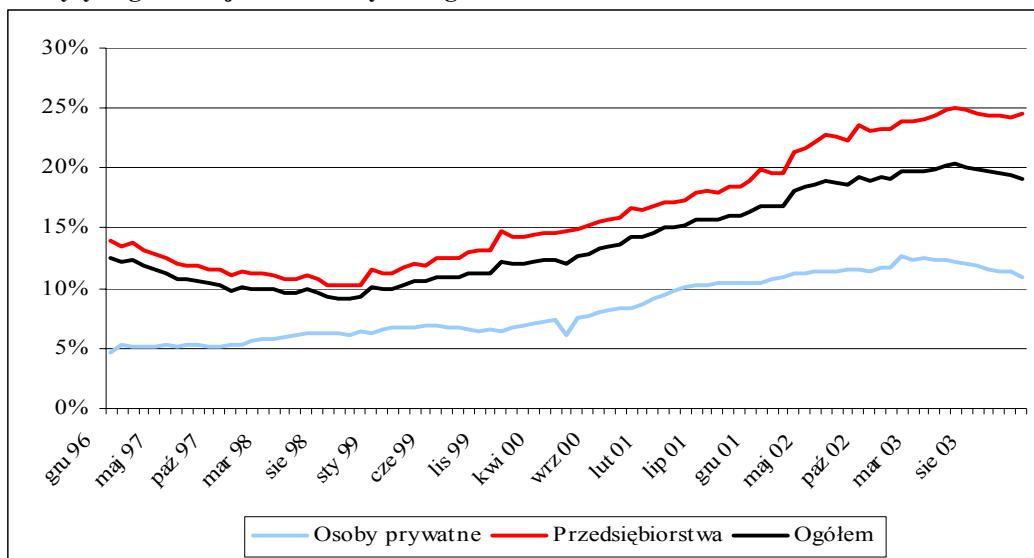


Źródło: banki, DI BRE Banku

Tradycyjnie 4 kw. przyniósł wyższe salda rezerw niż poprzednie kwartały, ale w różnych bankach były różne przyczyny tego zjawiska. Kredyt Bank utworzył zapowiadane wcześniej rezerwy, mające na celu pełne pokrycie ryzyka kredytowego, z uwzględnieniem zmniejszonej wartości zabezpieczeń prawnych. Wyższe rezerwy niż rekordowo niskie w dwóch poprzednich miesiącach i jednocześnie jedne z wyższych w sektorze, utworzył Pekao. Ze względu na zwiększanie rezerwy na ryzyko ogólne większe saldo wykazał Bank Millennium i BPH PBK. Stabilny poziom rezerw miał ING BSK (bardzo wysoki, ale jest szansa na ograniczenie w 2004 r.), BZ WBK (niski) i Bank Handlowy (bardzo niski).



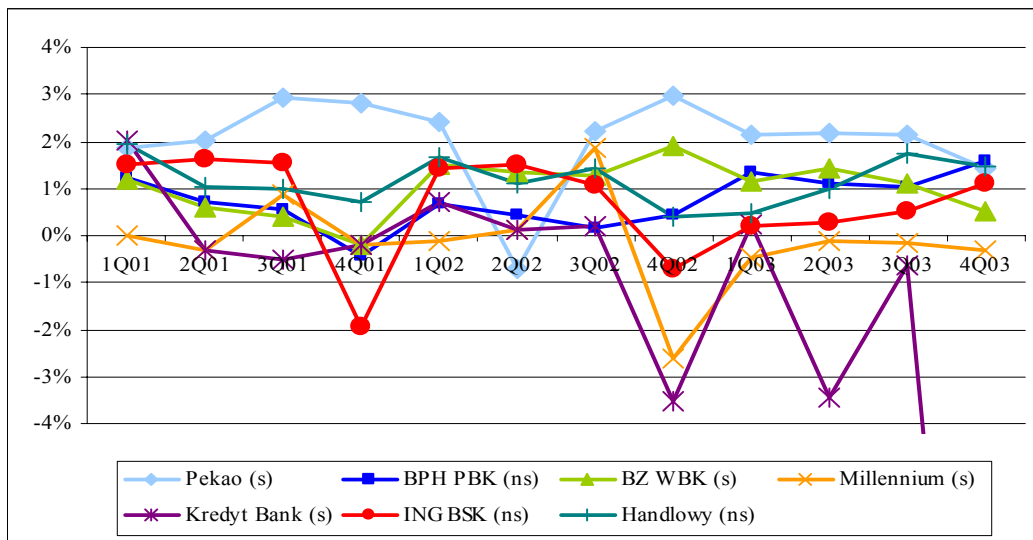
Kredyty zagrożone jako % kredytów ogółem



Źródło: NBP, Dom Inwestycyjny BRE Banku

W całym sektorze udział kredytów zagrożonych spadł w 4 kw. z 19,7% do 19,1%, ale stało się tak za sprawą poprawy w grupie kredytów dla osób prywatnych (spadek z 11,6% do 10,9%), ponieważ jakość portfela korporacyjnego ciągle się pogarsza (na koniec roku wskaźnik kredytów zagrożonych wynosił 24,6% wobec 24,4% przed trzema miesiącami). Co gorsza, styczeń przyniósł pogorszenie wskaźników dla wszystkich grup należności (do 11,0% dla osób prywatnych, 24,8% dla przedsiębiorców i 19,4% dla całego portfela). W pierwszym miesiącu 2004 r. wolumen zagrożonych kredytów dla osób prywatnych zwiększył się o 143 mln zł, a dla przedsiębiorstw o 920 mln zł. Jeżeli ten trend potwierdzi się w lutym, będzie można obawiać się, że wyniki 1 kw. znowu rozczarują inwestorów, liczących na dalszy spadek ryzyka kredytowego.

Zysk brutto (annualizowany) jako % średnich aktywów

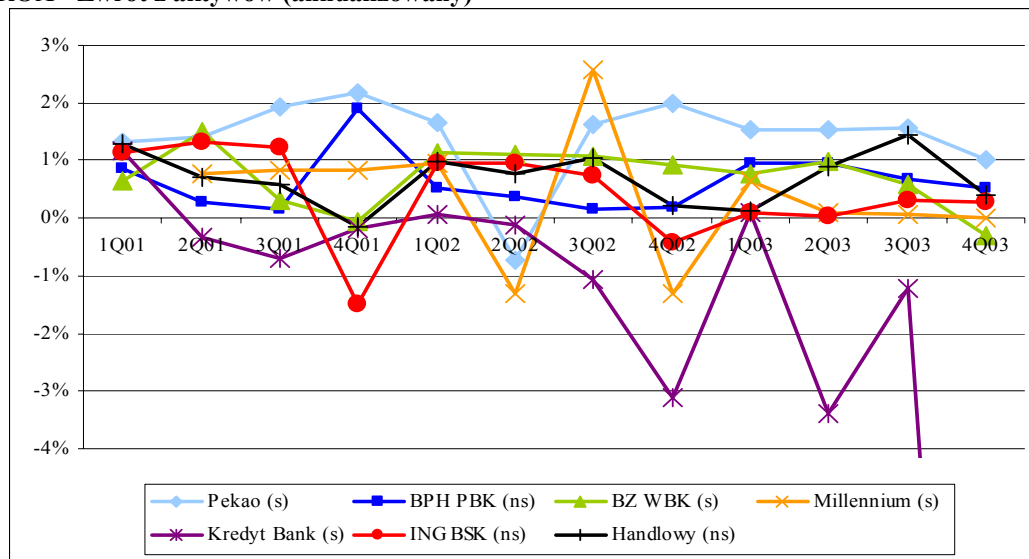


Źródło: banki, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Ze względu na zaburzenia na poziomie opodatkowania, warto spojrzeć na rentowność brutto (przed podatkiem). Tutaj pozycję lidera straciło Pekao, doścignięte przez Bank Handlowy (najniższe rezerwy w grupie analizowanych banków) i BPH PBK (wzrost zysku operacyjnego przed rezerwami). W ING BSK zadziałała „dźwignia rezerw” i przy wysokim poziomie kosztów ryzyka kredytowego, niewielki wzrost zysku operacyjnego przełożył się na znaczny wzrost zysku brutto.



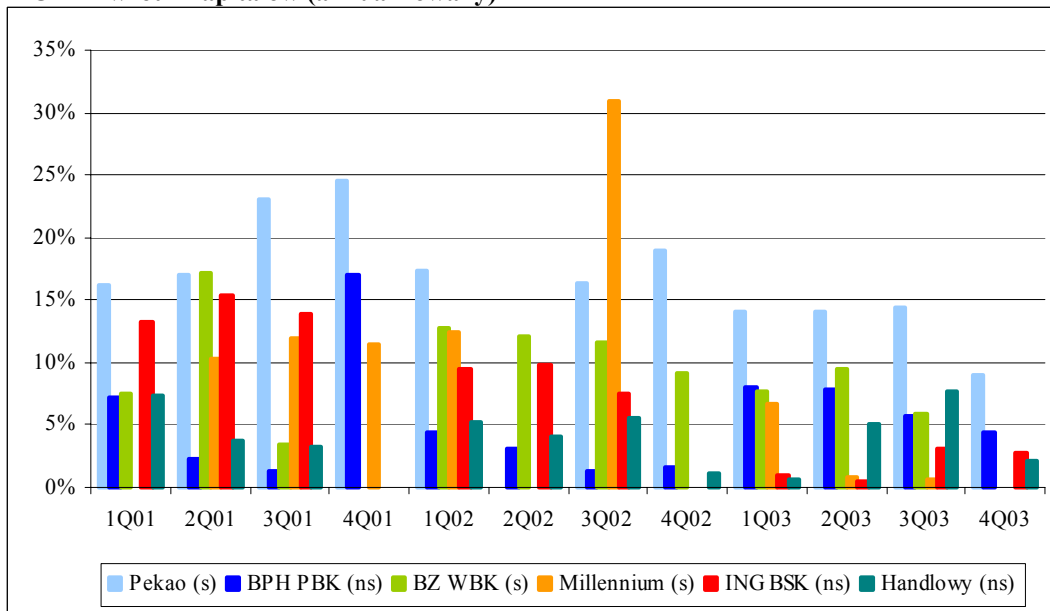
ROA - Zwrot z aktywów (annualizowany)



Źródło: banki, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Poprawa rentowności na poziomie zysku operacyjnego przed rezerwami jest niewidoczna na poziomie netto, głównie za sprawą wyższych rezerw, a nie (jak można było oczekiwać) wyższego obciążenia podatkiem dochodowym, ponieważ bankom w dużym stopniu udało się zneutralizować koszty związane z przeliczeniem aktywów podatkowych (tu najbardziej ucierpiały BPH PBK i ING BSK). Annualizowane ROA spadło we wszystkich bankach, najmniej w ING BSK i Millennium (ale w obu bankach jest na bardzo niskim poziomie).

ROE - Zwrot z kapitałów (annualizowany)



Źródło: banki, Dom Inwestycyjny BRE Banku

Żaden bank nie miał (annualizowanego) zwrotu z kapitału powyżej 10%, a tylko Pekao pokonało próg 5%. Uwzględniając fakt, że wpływ jedynego czynnika jednorazowego, jakim było większe obciążenie podatkiem, został zneutralizowany w większości banków, nie jest to dobry prognostyk na 2004 r. W miarę łatwo wskazać powody, dla których wyniki poprawią się w ING BSK (kontynuacja poprawy zysku operacyjnego i rezerwy niższe o ok. 150 mln zł), BZ WBK (utrzymanie wysokiej dochodowości i zmniejszenie kosztów o 100 mln zł) oraz BPH PBK (większe przychody z działalności bankowej oraz 70 mln zł zysku ze sprzedaży GBG). Trudniej



pokazać źródła poprawy wyniku Pekao (zakładamy trochę mniejsze koszty rezerw i wolną poprawę po stronie przychodów), Banku Handlowego, Millennium i Kredyt Banku.

Wycena i rekomendacje

Od czasu naszego ostatniego raportu sektorowego spadły rentowności obligacji, co zdecydowaliśmy się uwzględnić przy wycenie akcji i jako stopę wolną od ryzyka w okresie najbliższych 10 lat przyjęliśmy 6,6%.

Obliczenia kosztu kapitału

	2004-2013	2014 i nast.
Stopa wolna od ryzyka	6,6% (*)	5,6% (**)
Premia za ryzyko	5%	5%

(*) rynkowa rentowność obligacji 10-cioletniej

(**) implikowana rentowność włoskiej obligacji dwudziestoletniej

Stopa wzrostu

	2004-2007	2008-2018	Po 2018
Indywidualna na podstawie modelu		6,5%	4,5%

Prognoza „wiczystego” ROE

	Pekao	BPH PBK	BZ WBK	Millenni um	Kredyt Bank	ING BSK	Handlo wy	Sektor
Marża odsetkowa	2,6%	2,2%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,1%	2,6%
Opłaty i prowizje / Aktywa	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%	1,3%	1,0%	1,5%	1,0%
Inne przychody / Aktywa	0,4%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%	0,4%
Przychody ogółem / Aktywa	4,2%	4,0%	4,3%	4,0%	4,2%	4,0%	4,2%	4,0%
Koszty / Aktywa	-2,0%	-2,1%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,2%	-2,2%	-2,3%
Koszty / Przychody	-48%	-53%	-60%	-65%	-63%	-55%	-52%	-57%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,2%	1,9%	1,7%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	1,7%
Rezerwy	-0,7%	-0,9%	-0,5%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-1,0%	-0,7%
Zysk przed podatkiem	1,5%	1,1%	1,2%	0,7%	0,9%	1,1%	1,0%	1,0%
Zysk netto	1,2%	0,9%	1,0%	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	0,8%
ROE	19,7%	13,8%	15,8%	11,3%	11,2%	14,5%	13,1%	13,4%

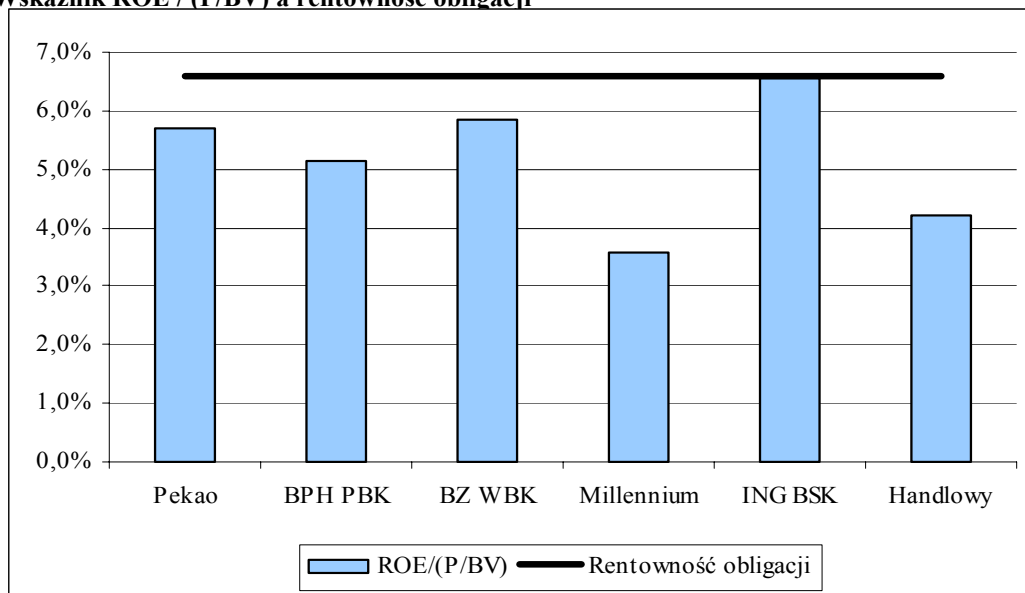
Wyceny i rekomendacje

	Docelowe ROE	Implikowane docelowe P/BV	Wycena	Cena	Potencjał wzrostu / spadku	Rekomen- dacja
Pekao	19,7%	2,5	102	125	-18%	Trzymaj
BPH PBK	13,8%	1,5	265	419	-37%	Sprzedaj
BZ WBK	15,8%	1,8	74	85	-13%	Redukuj
Millennium	11,3%	1,1	2,53	3,13	-19%	Redukuj
Kredyt Bank	11,2%	1,1	5,42	8,75	-38%	Sprzedaj
ING BSK	14,5%	1,6	366	392	-6%	Trzymaj
Handlowy	13,1%	1,4	49	70	-30%	Redukuj



Najprostszy sposób analizy opłacalności inwestowania w akcje banków polega na porównaniu wskaźnika ROE / (P/BV), który pokazuje, jaki zysk da jeden złoty zainwestowany w akcje danego banku, z rentownością obligacji skarbowych. Ostatni spadek cen obligacji sprawił, że stały się bardziej atrakcyjną inwestycją, co ilustruje poniższy wykres zestawiający wskaźnik wyliczony na podstawie średniego prognozowanego ROE w l. 2004-2006 i rentowność obligacji 10-cioletniej.

Wskaźnik ROE / (P/BV) a rentowność obligacji



Źródło: MF, Dom Inwestycyjny BRE Banku



Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao S.A.

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2003-09-10	2003-11-19	2003-12-09	2004-02-23
kurs z dnia rekomendacji	111.50	110.50	109.00	123.00
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	19674.12	20066.46	23333.88

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BPH PBK S.A.

Rekomendacja	Sprzedaj	Sprzedaj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2003-09-10	2003-10-31	2003-12-09	2004-03-11
kurs z dnia rekomendacji	312.00	337.50	342.00	426.00
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	20757.40	20066.46	23910.67

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BZ WBK S.A.

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2003-09-10	2003-12-09	2004-03-09
kurs z dnia rekomendacji	79.50	76.00	87.50
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	20066.46	24243.21

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Millennium S.A.

Rekomendacja	Redukuj	Redukuj
data wydania	2003-09-10	2003-12-09
kurs z dnia rekomendacji	3.12	2.57
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	20066.46

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kredyt Banku S.A.

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Sprzedaj	Sprzedaj
data wydania	2003-09-10	2003-11-05	2003-12-03	2003-12-09
kurs z dnia rekomendacji	10.60	10.50	7.75	8.15
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	20399.03	19850.94	20066.46

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące ING BSK S.A.

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2003-09-10	2003-12-09	2004-01-29
kurs z dnia rekomendacji	260.00	316.00	395.00
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	20066.46	21829.92

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Banku Handlowego S.A.

Rekomendacja	Redukuj	Redukuj
data wydania	2003-09-10	2003-12-09
kurs z dnia rekomendacji	54.00	57.00
WIG w dniu rekomendacji	19983.97	20066.46



Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Z-ca dyrektora
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl
Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl
Grzegorz Stepień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl
Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82
Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Doradca Inwestycyjny
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Makler Pap. Wart.
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl
Asystent analityka, analiza techniczna

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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi jej wcześniejsza zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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.

DI BRE Banku S.A. świadczył w ciągu ostatnich 12 miesięcy usługi za wynagrodzeniem na rzecz BZ WBK, Millennium, Kredyt Banku. 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.

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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest 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.