



RAPORT ANALITYCZNY

BPH PBK

Banki

ISSN 1508-308X

Warszawa, 11.03.04

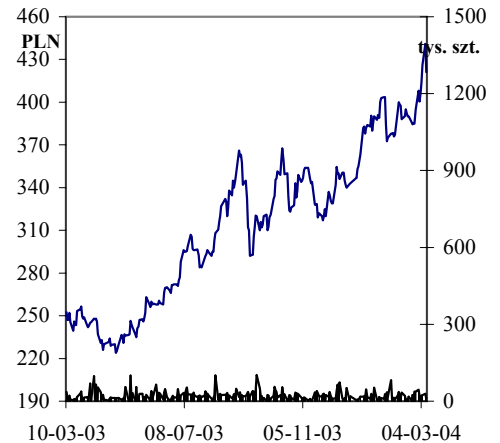
Czy dużo można tu jeszcze poprawić?

• Uwzględniając dynamikę rocznego zysku netto (skonsolidowany zysk wzrósł o 142%) oraz słabe wyniki konkurentów, BPH PBK może być zadowolony z ubiegłego roku. Jednak kiedy pamiętamy, że w najlepszym kwartale ROE wyniosło 7,9%, to musimy stwierdzić, że bank ciągle dostarcza dużo mniejszych zysków niż oczekują inwestorzy (wycena na poziomie 2,3x BVPS2004 oznacza, że zakładając koszt kapitału 11,9% i stopę wzrostu 6%, oczekiwane jest ROE na poziomie 21%). Innymi słowy, rynek oczekuje na dalszą poprawę wyników banku, i to aż trzykrotną.

• Aby zastanowić się, czy i kiedy bank może osiągnąć oczekiwaną przez inwestorów rentowność, przyjrzelśmy się osiągnięciom banku w 2003 r., uznanym przez bank za najważniejsze. Wysoka dynamika sprzedaży produktów, które są w centrum zainteresowania większości banków w Polsce (kredyty hipoteczne, karty kredytowe) przekonało nas, że BPH PBK jest w stanie nadrobić zapóźnienie w niektórych dziedzinach (karty, obligacje oszczędnościowe) i utrzymać silną pozycję w innych obszarach (produkty Departamentu Skarbu), przy kontrolowanych kosztach. Dlatego zwiększyliśmy prognozę przychodów banku i podtrzymaliśmy główne założenia co do kosztów, w wyniku czego zwiększyła się nasza prognoza na najbliższe lata (2004 r. +4%, 2005 r. +12%).

• Zakładamy utrzymanie kosztów pod kontrolą, dalsze zmniejszenie salda rezerw (100 pb w 2004 r., tyle samo co w BZ WBK i mniej niż w Pekao, dla którego prognozujemy 150 pb), najwyższą w gronie dużych banków dynamikę przychodów prowizyjnych (w najbliższych trzech latach kolejno 16%, 15% i 12% wobec 14%, 12% i 12% dla BZ WBK i Pekao). Mimo to prognozowane ROE w 2006 r. wynosi tylko 12,8%.

• Nowa, wyższa prognoza nie pozwoliła więc nam zmienić w sposób zdecydowany wycenę banku (256 zł obecnie, 240 zł poprzednio), ponieważ zależy ona przede wszystkim od przyjętego „wiczystego ROE”, a tu dokonaliśmy tylko jednej korekty, zmniejszając zakładane koszty ryzyka kredytowego i przyjmując ROE na poziomie 13,8%. Uwzględniając oczekiwaną przez nas ścieżkę dochodzenia do tej rentowności (wzrost ROE z 6,5% w 2003 r. do 11% w 2004 r., 11,2% w 2005 r. i 12,8% w 2006 r.), czujemy się pewnie z naszą wyceną. Podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ.


Rekomendacja **SPRZEDAJ**
Cena **426**
Wycena **256**
Podstawowe dane

Ilość akcji (mln. szt.) 28,7
Free float (mln. zł) 3 068
Kapitalizacja (mln. zł) 12 233

Struktura akcjonariatu

HVB Group 71,2%
Skarb Państwa 3,7%
Posiadacze GDR-ów 4,0%
Pozostali akcjonariusze 21,0%

Analitycy

Andrzej Powierza
Doradca Inwestycyjny
tel (22) 697 47 42
fax (22) 697 47 43
andrzej.powierza@breinvest.com.pl

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

www.brebrokers.com.pl

	Przychody odsetk.netto (mln pln)	WNDB (mln pln)	Zysk brutto (mln pln)	Zysk netto (mln pln)	Ilość akcji (mln szt.)	EPS (pln)	Wzrost EPS (%)	P/E	BVPS (pln)	P/BV	DPS (pln)	Stopa dywidendy (%)
2001	1 094	2 742	210	336	28,7	11,7	-37%	36	172	2,5	3,8	0,9%
2002	1 075	2 549	191	130	28,7	4,5	-61%	94	174	2,4	1,4	0,3%
2003	1 105	2 356	543	333	28,7	11,6	157%	37	184	2,3	11,0	2,6%
2004P	1 190	2 480	754	596	28,7	20,7	79%	21	194	2,2	25,0	5,9%
2005P	1 280	2 638	755	621	28,7	21,6	4%	20	191	2,2	5,0	1,2%

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
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.

**Wyniki kwartalne (jednostkowe)**

Kwartalne wyniki nie przyniosły dużych niespodzianek i były zbliżone do oczekiwań rynku. Zaskoczeniem mogła być struktura przychodów (pozytywne saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych) i kosztów (większe niż w dwóch poprzednich kwartałach rezerwy, ale głównie za sprawą rezerwy na ryzyko ogólne). Ogólnie ostatni kwartał 2003 r. przyniósł wzmocnienie trendów widocznych we wcześniejszym okresie i wzrost zysku brutto R/R, wynikający z solidnych (jak na obecne warunki rynkowe) przychodów, kontrolowanych kosztów i dużo niższych rezerw niż w 2002 r.

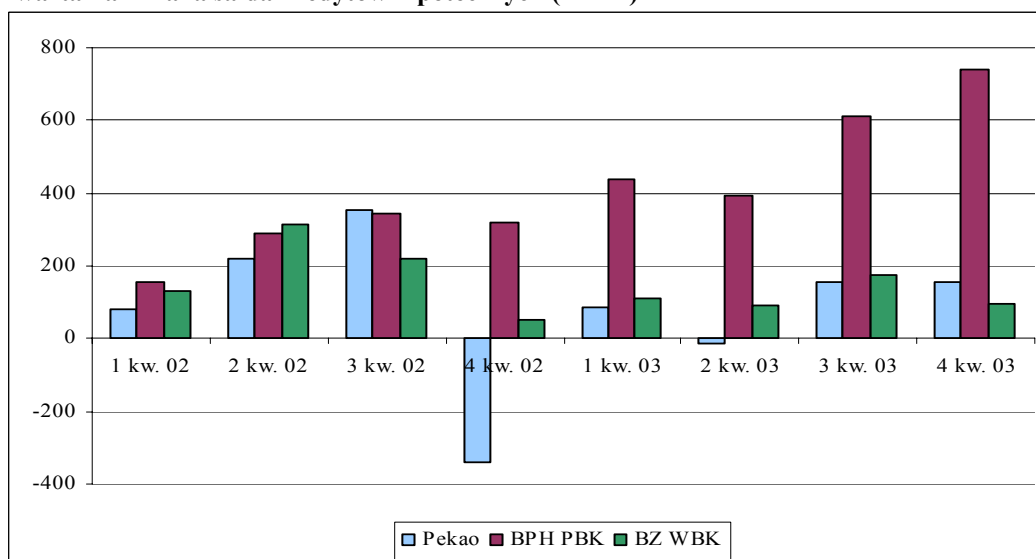
	4 kw. 03	4 kw. 02	4 kw. 03 / 4 kw. 02	3 kw. 03	4 kw. 03 / 3 kw. 03
Kredyty	23 258	18 937	23%	21 769	7%
Depozyty	28 638	27 465	4%	27 562	4%
Wynik odsetkowy ("czysty")	305	316	-3%	275	11%
WNDB	615	652	-6%	547	12%
Koszty	-379	-393	-4%	-368	3%
Zysk operacyjny	268	243	10%	172	56%
Rezerwy	-80	-182	-56%	-46	72%
Zysk brutto	174	47	269%	111	57%
Zysk netto	57	21	174%	74	-23%

Pozycje bilansowe

Podobnie jak w poprzednich kwartałach, najbardziej imponującą pozycją sprawozdania kwartalnego banku był wzrost kredytów, który wyniósł 7% kw/kw i 23% R/R. Co więcej, tym razem trudno przypisać zaobserwowaną dynamikę kwartalną zmianom kursu, ponieważ zmiany kursów złotego w 4 kw. były mniejsze niż w poprzednich kwartałach.

Waluta	Kurs 31.12.02	Kurs 30.09.03	Kurs 31.12.03	Kwartałna zmiana kursu	Roczna zmiana kursu
usd	3,8388	3,9799	3,7405	-6,0%	-2,6%
euro	4,0202	4,6435	4,7170	1,6%	17,3%
CHF	2,7675	3,0173	3,0281	0,4%	9,4%

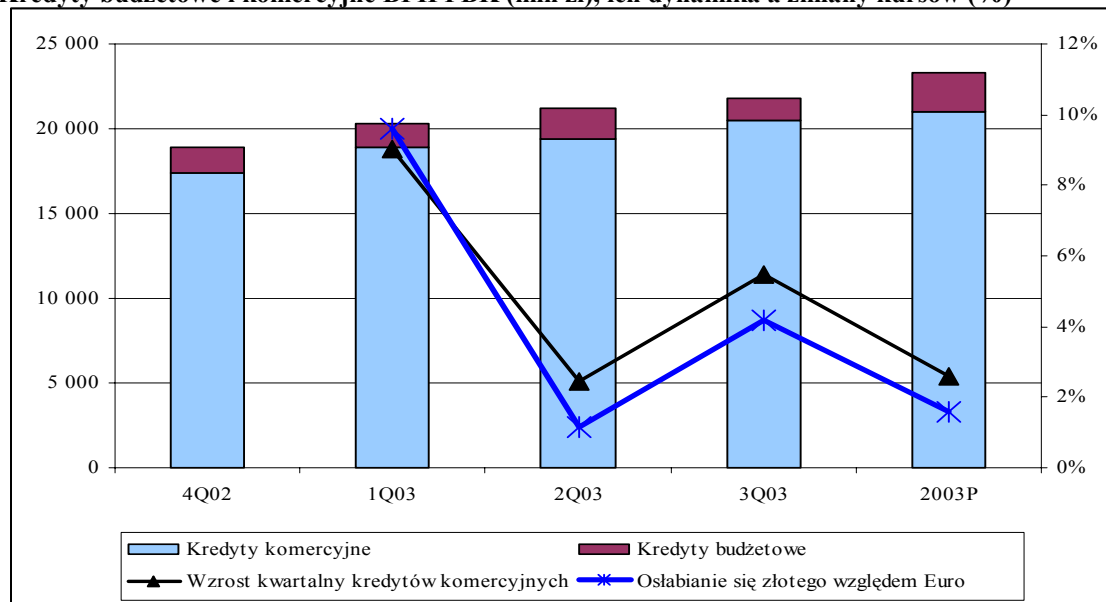
Bank szczeni się szybkim wzrostem kredytów detalicznych, i zwłaszcza w obszarze kredytów hipotecznych odniósł niezaprzeczalny sukces (w 2003 r. kredyty detaliczne wzrosły o 2,2 mld zł, z tego kredyty hipoteczne o 2,1 mld zł). Dzięki wstrzeleniu się w oczekiwania rynku swoimi kredytami udzielanymi we frankach szwajcarskich, BPH PBK zdystansował konkurentów.

Kwartałna zmiana salda kredytów hipotecznych (mln zł)

Źródło: banki, DI BRE Banku

Jednak w 4 kw. wzrost portfela kredytowego wynikał głównie z wzrostu kredytów dla sektora budżetowego, które zwiększyły się o 1 mln zł (74%). Kredyty komercyjne (detaliczne i korporacyjne) wzrosły o 2,6%, i kolejny raz dynamika tego portfela wykazała dużą zbieżność z kursem złotego.

Kredyty budżetowe i komercyjne BPH PBK (mln zł), ich dynamika a zmiany kursów (%)



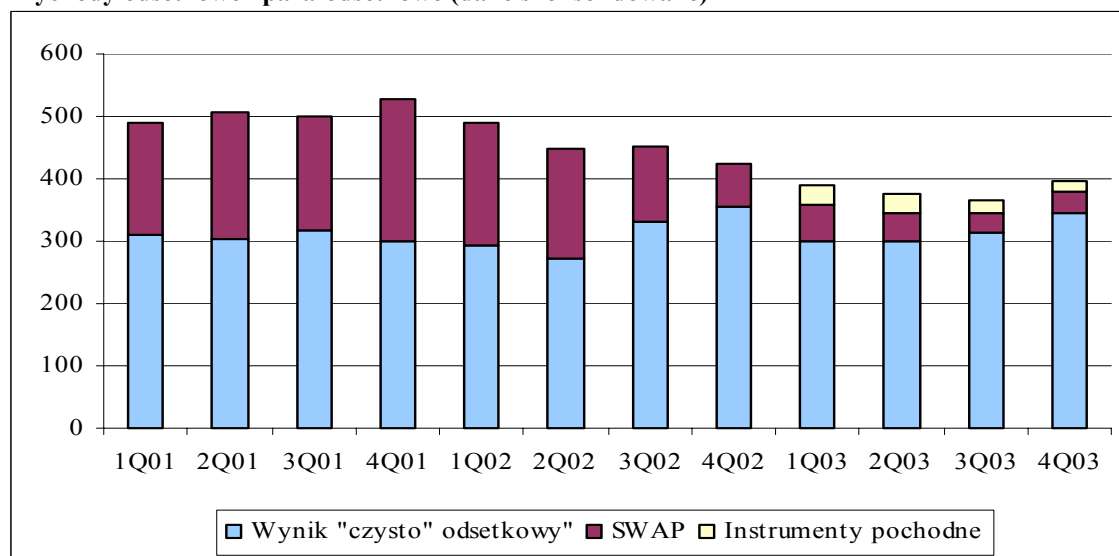
Źródło: bank, DI BRE Banku

Po stronie depozytowej, 4 kw. także nie przyniósł przełomu, chociaż podobnie jak w całym sektorze wzmocniły się korzystne tendencje notowane w depozytach korporacyjnych. Depozyty detaliczne wzrosły, podobnie jak w 3 kw., o 0,3 mld zł, a średnie depozyty korporacyjne o blisko 1 mld (w 3 kw. wzrost był symboliczny i wyniósł 0,1 mld zł). Wreszcie udało się bankowi odnieść sukces na rynku obligacji detalicznych, których wartość wynosiła na koniec roku 544 mln zł względem 114 mln zł na koniec 3 kw.

Przychody

Pod względem przychodów, wynik porównania zależy od przyjętego punktu odniesienia. Oczywiście przychody znacznie spadły w porównaniu z 2002 r., ale wyniki 4 kw. 2002 r. były już na tyle niskie, że skala spadku jest dużo mniejsza niż w poprzednich kwartałach.

Przychody odsetkowe i para-odsetkowe (dane skonsolidowane)



Źródło: bank, DI BRE Banku



Przyczyną są przychody z tytułu SWAPów, czyli innymi słowy obniżka stóp procentowych. Jak widać, na razie spektakularny wzrost wolumenu kredytów nie pozwolił na zrekomensowanie niższych stóp. Z drugiej strony nie powinno to dziwić w sytuacji, kiedy de facto rozwijanie kredytowania sektora budżetowego jest zastępowaniem niższej rentowności obligacji skarbowych pożyczkami dla podmiotów budżetowych (w 4 kw. portfel papierów dłużnych spadł o 1 mld zł), a suma bilansowa wzrosła na przestrzeni roku tylko o 6,9%.

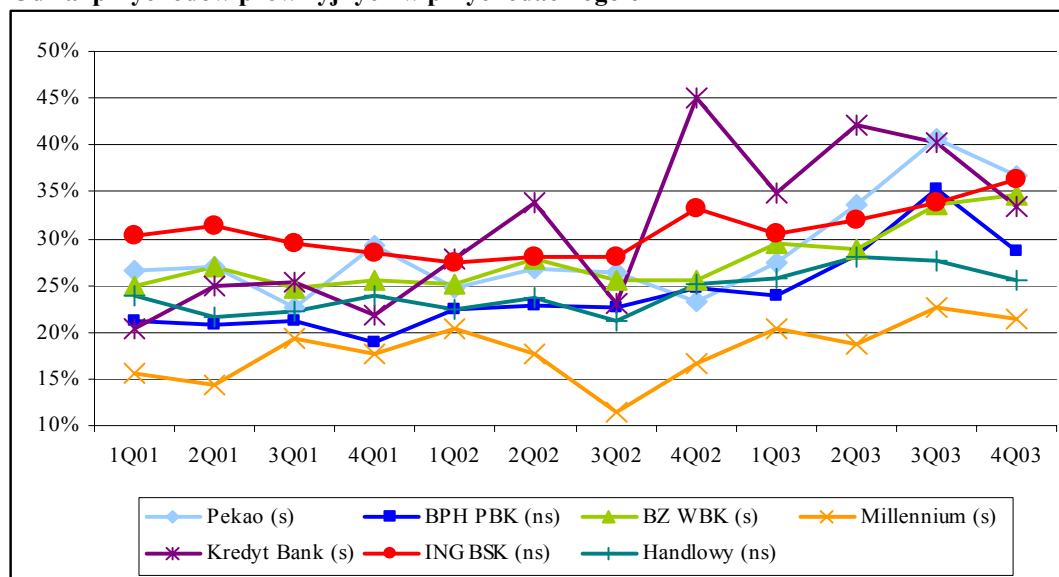
Bank udanie rekompensuje spadające przychody odsetkowe zwiększeniem przyrostów prowizyjnych. W skali roku wzrost przychodu z tytułu opłat i prowizji wyniósł 16,3%, a więc więcej niż w Pekao (+14,5%) i minimalnie więcej niż w BZ WBK (+15,5%). Wzrosły głównie prowizje z handlu zagranicznego (+126%), kredytowe (31%) i z kart kredytowych, ale cały czas największy udział w przychodach prowizyjnych mają przychody z płatności (innych niż kartowe), które stanowią 58% przychodów ogółem, a ich wzrost wyniósł tylko 3%.

Przychody prowizyjne netto

	2003	2002	2003 / 2002
Maklerskie	29	23	26%
Kredytowe	200	153	31%
Z płatności	456	429	6%
w tym z kart	81	66	24%
pozostałe z płatności	375	363	3%
Z handlu zagranicznego	46	21	126%
Pozostałe	-5	-1	307%
Razem	726	624	16%

Wyższy niż u konkurentów wzrost opłat i prowizji wynikał częściowo z niskiej bazy. Nawet po ostatnich wzrostach, przychody prowizyjne w 4 kw. stanowiły w BPH PBK tylko ok. 29% przychodów ogółem (u rekordzistów ich udział dochodził do 37%), a annualizowany wskaźnik Przychody / Aktywa kształtował się na poziomie 5,82% (wobec 6,76% w BZ WBK).

Udział przychodów prowizyjnych w przychodach ogółem



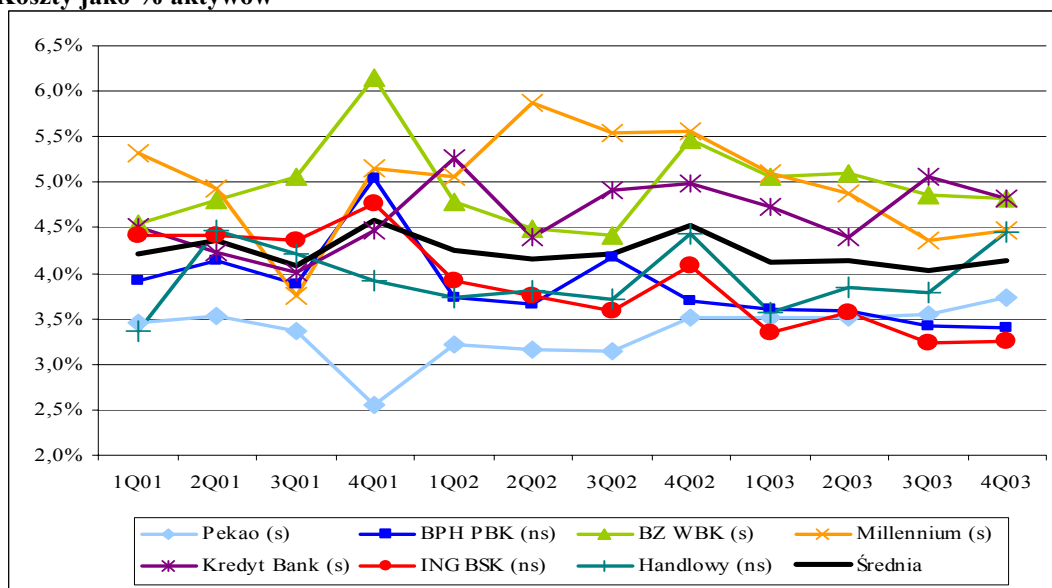
Źródło: banki, DI BRE Banku

W 4 kw. duży udział w przychodach miały pozostałe przychody operacyjne, których saldo (po odjęciu pozostałych kosztów operacyjnych, ale liczonych bez amortyzacji wartości firmy) wyniosło +32 mln zł wobec od zera do -10 w kwartałach poprzednich. Częściowo było to efektem sprzedaży placówek, a częściowo rozwiązania rezerw na nagrody jubileuszowe i na niewykorzystane ekwiwalenty urlopowe.

Koszty

Dobrą wiadomością była stabilność kosztów (+2,9% kw/kw, -3,7% R/R). BPH PBK dzięki początkowej redukcji i stałej kontroli kosztów znalazł trwałe miejsce w gronie trzech giełdowych banków o najniższych kosztach działania. Wbrew naszym obawom zmniejszenie zatrudnienia nie przełożyło się na spadek możliwości sprzedawania nowych produktów, o czym świadczy przyrost portfela hipotecznego oraz ilości wyemitowanych kart kredytowych. Niskie koszty powodują, że BPH PBK w warunkach konkurencji kosztowej (nieuchronnej naszym zdaniem na polskim rynku) radzi sobie lepiej niż drożsi konkurenci.

Koszty jako % aktywów

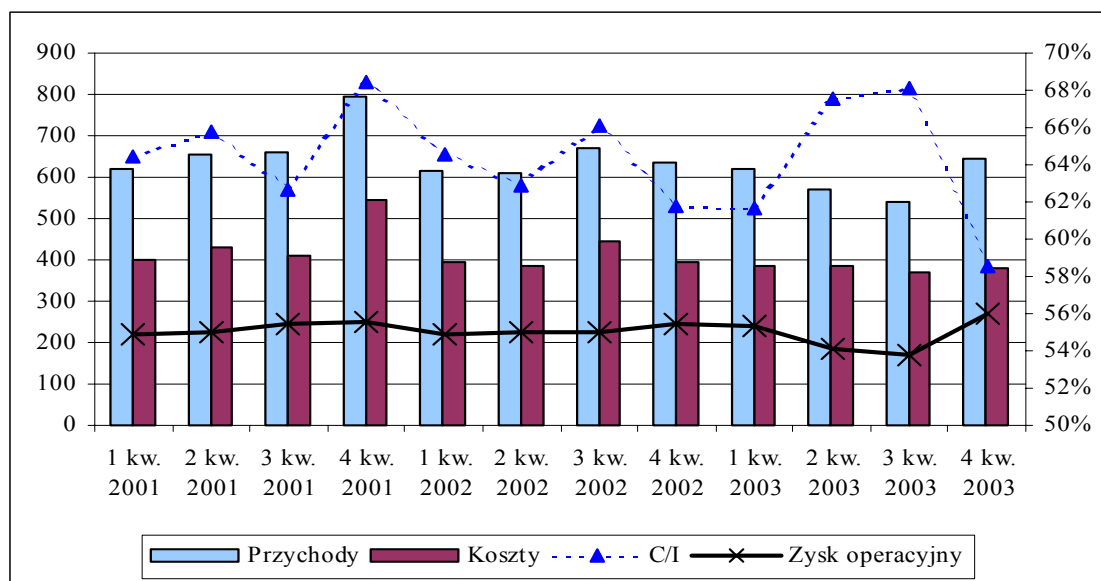


Źródło: banki, DI BRE Banku

Zysk operacyjny, saldo rezerw i zysk netto

Przy stabilnych kosztach zwiększone przychody (+19,8% kw/kw, +1,6% R/R) oznaczały wyraźną poprawę zysku operacyjnego (+56,1% kw/kw, +10,1% R/R). Zahamowany został tym samym spadkowy trend zysku operacyjnego, który kurczył się w pierwszych trzech kwartałach 2003 r.

Przychody, koszty i zysk operacyjny BPH PBK (mln zł)



Źródło: bank, DI BRE Banku



Saldo rezerw, w przeciwieństwie do dwóch poprzednich kwartałów, wzrosło i wyniosło 80 mln zł, czyli 35 pb (ale w tym aż 71 mln zł stanowiła rezerwa na ryzyko ogólne). Całoroczne saldo rezerw wyniosło 261 mln zł, czyli 124 pb (z tego 88 mln zł to koszt zwiększenia rezerwy na ryzyko ogólne).

Zysk brutto wyniósł w 4 kw. 174 mln zł, a więc najwięcej nie tylko od fuzji BPH z PBK, ale także, uwzględniając wyniki pro-forma, od końca 2000 r. Podobnie jak inne banki, wyniki BPH PBK obciążało przeliczenie aktywów podatkowych, ale efekt tego został zneutralizowany i ostatecznie efektywna stawka podatkowa wyniosła 63% - dużo więcej niż ustawowa, ale mniej, niż można się było spodziewać w najgorszym scenariuszu. Jednak ze względu na podatek, zysk netto wyniósł tylko 57 mln zł, a annualizowane ROE 4,3%.

Podsumowanie osiągnięć banku w 2003 r. i perspektywy na 2004 r.

Prezentację podsumowującą wyniki 4 kw. bank zatytułował „A pretty good year”. Uwzględniając dynamikę rocznego zysku netto (skonsolidowany zysk wzrósł o 142%) oraz słabe wyniki konkurentów, rzeczywiście bank powinien być zadowolony z ubiegłego roku. Jednak kiedy pamiętamy, że w najlepszym kwartale ROE wyniosło 7,9%, to musimy stwierdzić, że bank ciągle dostarcza dużo mniejszych zysków niż oczekują inwestorzy (wycena na poziomie 2,3x BVPS2004 oznacza, że zakładając koszt kapitału 11,9% i stopę wzrostu 6%, oczekiwane jest ROE na poziomie 21%).

Aby zastanowić się, czy i kiedy bank może osiągnąć oczekiwaną przez inwestorów rentowność, przyjrzelśmy się osiągnięciom banku w 2003 r., uznanym przez bank za najważniejsze.

W prezentacji po wynikach 4 kw. bank przestawił główne trendy, które objawiły się w 2003 w całym banku i w poszczególnych segmentach. Przyjrzyjmy się, co kryje się za podanymi liczbami.

Zjawisko (dane skonsolidowane)	Nasz komentarz
Zysk netto 323 mln zł wyższy o 142%, zysk brutto 603 mln zł wyższy o 144%	Efekt niskiej bazy
Więcej niż podwojenie ROE – 6,3% (2,7% w 2002 r.)	W dalszym czasie ROE na poziomie dużo niższym niż implikowane obecną wyceną rynkową – rynek oczekuje trzykrotnej poprawy w stosunku do 2003 r.!!!
Wzrost przychodów z opłat i prowizji o 16,2%	Efekt niskiej bazy (patrz komentarz do 4 kw.) Niewątpliwie bank ma w tej sferze duży potencjał wzrostu i działalność na rynku kredytów hipotecznych oraz kart kredytowych pokazuje, że potrafi ten potencjał urzeczywistnić. Zdecydowaliśmy się zwiększyć prognozowaną stopę wzrostu przychodów prowizyjnych do 16% w 2004 r., 15% w 2005 r. i 12% w 2006 r.
Dużo niższe koszty (-6,7%, bez amortyzacji) i rezerwy (-59,4%)	BPH PBK osiągnął sukces pod względem kontroli kosztów. Oczekujemy kontynuacji usprawniania procesów wewnątrz banku, co będzie prowadziło do dalszego ograniczania kosztów (prognozujemy spadek kosztów działania o 1,6% w 2004 r. i wzrost zbliżony do inflacji w 2005 i 2006 r.) Niższe saldo rezerw to efekt wysokiej bazy – w 2003 r. bank osiągnął poziom kosztów ryzyka kredytowego zbliżony do przeciętnego wśród banków giełdowych. Wzrost portfela w 2003 r. zwiększył ryzyko walutowe (kredyty hipoteczne), ale zakładamy dalszy spadek kosztów rezerw. Podtrzymujemy prognozę rocznego salda rezerw na poziomie 100 pb , aczkolwiek uważamy ją za raczej ambitną. Obniżyliśmy koszty ryzyka kredytowego przyjmowane przy wyliczaniu „wiczystego” ROE z 0,9% aktywów do 0,85%.
Wzrost aktywów o 7,3%	W przyszłości pewnym ograniczeniem może być wolny wzrost depozytów (+3,4% R/R i to tylko za sprawą 4 kw.,



	kiedy depozyty wzrosły o 3,6%), optymizmem napawa lepsza sprzedaż obligacji oszczędnościowych.
Wysoki wzrost wolumenu kredytów (+23,9%) i stabilizacja bazy depozytowej (+3,6%)	Duża akcja kredytowa cieszy, ale wzrost wolumenu o 4,9 mld zł głównie wynika z zaangażowania w kredyty konsorsjalne (1,6 mld zł), wzrostu kredytów dla sektora budżetowego (+0,7 mld zł), wzrostu kredytów hipotecznych (+2,1 mld zł) oraz wzrostu złotowej wyceny kredytów walutowych (+0,7 mld zł). Zakładamy wzrost portfela kredytów o 20% w 2004 i 2005 r. (co uwzględniając prognozowany stabilniejszy kurs złotego oznacza przyspieszenie ekspansji kredytowej względem 2003 r.) Depozyty – patrz wyżej.
Poprawa jakości portfela kredytowego (kredyty nieregularne zmniejszyły się o 3 p.p. do 19,1%)	Głównie efekt dużej akcji kredytowej. Wolumen kredytów nieregularnych zwiększył się o 337 mln zł, czyli 6,7%, ale częściowo jest to efekt zwiększonej wyceny złotowej kredytów walutowych. Nowe kredyty nie zdążyły się jeszcze popsuć (widać to po wyraźnej poprawie w segmencie kredytów dla osób indywidualnych, w którym udział kredytów nieregularnych spadł z 13,5% do 8,7%). Niepokoić może jakość portfela dla MSP (33,6% kredytów nieregularnych wobec 29,2% przed rokiem), ale szczęśliwie kredyty te stanowią tylko 13% całego portfela.
Udanie przeprowadzona fuzja – premiera nowego logo banku	Nowo logo, ponad dwa lata po fuzji, zastąpi wiszące ciągle reklamy BPH i PBK – można tylko dodać: „nareszcie!”
Postęp w: <ul style="list-style-type: none"> • sprzedaży produktów (karty kredytowe, cash management) • porządkowanie grupy (sprzedaż zbędnych aktywów – Aktyn, Polcard, MCG i outsourcing) 	<ul style="list-style-type: none"> • karty – patrz niżej • porządkowanie grupy w zasadzie zakończone w 2004 r. (sprzedaż GBG przyniesie bankowi brutto ok. 70 mln zł)

DZIAŁALNOŚĆ DETALICZNA

Zwiększenie liczby klientów: <ul style="list-style-type: none"> • MSP z 142 tys. do 171 tys., • Call Center z 134 tys. do 241,5 tys., • e-banking z 66 tys. do 146,2 tys. 	<ul style="list-style-type: none"> • Większa liczba klientów z segmentu MSP cieszyłaby, gdyby nie wspomniane pogorszenie jakości portfela kredytowego tej grupy klientów. • Z Call Center korzysta 22% klientów BPH PBK wobec 39% w BZ WBK i 44% w ING BSK, z e-bankingu odpowiednio 14%, 23% i 9%, tak więc BPH PBK jest cały czas dużo w tyle za BZ WBK
Potrojenie liczby wydanych kart kredytowych (97 tys. w 2003 r.)	Niewątpliwy sukces, ale cały czas więcej kart wyemitował Bank Handlowy (478 tys.) i BZ WBK (134 tys.), a drugie miejsce szturmem zajął PKO BP (151 tys.).
Zwiększenie portfela kredytów hipotecznych o 76% i zdobycie 17% udziału w rynku	Wielokrotnie komentowane: sukces, ale kosztem marży i ryzyka (głównie kredyty walutowe). Czas pokaże, czy bank właściwie ocenił i wycenił ryzyko.
Emisja obligacji aby usatysfakcjonować najbardziej wymagających klientów (469,5 mln zł)	W 4 kw., częściowo na fali rozczarowania klientów funduszami inwestycyjnymi, wreszcie bankowi udało się sprzedać oferowane obligacje. Ten produkt służy głównie zatrzymaniu klientów poszukujących wyższego oprocentowania, więc we wcześniejszych miesiącach nie tyle powinien martwić mały sukces sprzedażowy obligacji, co kurczenie się udziału w rynku depozytów.

**DZIAŁALNOŚĆ KORPORACYJNA**

Zwiększenie średniego wolumenu kredytów i depozytów o odpowiednio 21% i 10%.	Wzrost akcji kredytowej – patrz wyżej. Wzrost depozytów korporacyjnych – zjawisko to miało miejsce w całym sektorze, ale szczególnie duży wzrost depozytów banku w 4 kw. pokazuje silną pozycję banku na tym rynku, częściowo spadek po dawnym PBK, częściowo efekt usług dodanych świadczonych przez Departament Skarbu banku.
Wzrost o 40% w bankowości elektronicznej, 80% płatności realizowanych elektronicznie	Oszczędności dla banku na kosztach obsługi – ale już w znacznym stopniu zrealizowane.
Wzrost wartości nowych umów leasingowych o 179% (BA/CA LP)	Bardzo dobra II poł. roku (338 mln zł nowych umów wobec 183 w I poł.). W dalszym ciągu w tyle np. za BZ WBK Leasing (portfel kredytowy wynosił na koniec 2002 r. 1056 mln zł). Bardziej podoba nam się też profil biznesowy BZ WBK Leasing (największa firma w segmencie maszyn i urządzeń) niż BA/CA LP (zwiększający się udział nieruchomości).
BPH zajął 2. miejsce pod względem organizacji kredytów konsorcjalnych	Podobnie jak w BZ WBK, akcja kredytowa w ramach kredytów konsorcjalnych stanowiła ok. 1/3 rocznego przyrostu kredytów (w BPH PBP 1,6 mld to 33% rocznego wzrostu, w BZ WBK 490 mln zł stanowiło 38%) – z tym że w BPH PBK oznaczało to zdecydowanie większy wolumen.

DZIAŁALNOŚĆ DEPARTAMENTU SKARBU

Pozyskanie 211 nowych klientów Departamentu Skarbu	Doceniając dobre wyniki Departamentu Skarbu w obliczeniu wieczystego ROE dla BPH PBK zakładamy pozostałe przychody na poziomie 0,6% aktywów , a więc o 1/2 większym niż nasza prognoza dla całego sektora (0,4%). Zdecydowaliśmy się też podnieść prognozę przychodów z tytułu pozycji wymiany i z operacji finansowych w I. 2004-2006.
Przychód Skarbu z transakcji z klientami wzrósł o 109% i jego udział osiągnął 40% wobec 19% w 2002 r.	
40 imprez edukacyjnych zorganizowanych dla klientów	
Wyróżnienia w rankingach: 1. miejsce w rankingu Global Custodian Magazine, 1. w zestawieniu dealerów rynku pierwotnego sporządzanym przez MF, 2. w rankingu NBP dla dealerów rynku pieniężnego.	

Utrzymywanie wysokiej dynamiki sprzedaży produktów, które są w centrum zainteresowania większości banków w Polsce (kredyty hipoteczne, karty kredytowe) przekonało nas, że BPH PBK jest w stanie nadrobić zapóźnienie w niektórych dziedzinach (karty, obligacje oszczędnościowe) i utrzymać silną pozycję w innych obszarach (produkty Departamentu Skarbu), przy kontrolowanych kosztach. Dlatego zwiększyliśmy prognozę przychodów banku i podtrzymaliśmy główne założenia co do kosztów, w wyniku czego zwiększyła się nasza prognoza na najbliższe lata (2004 r. +4%, 2005 r. +12%). Nie pozwoliło nam to jednak zmienić w sposób zdecydowany wyceny banku (256 zł obecnie, 240 zł poprzednio), ponieważ ona zależy przede wszystkim od przyjętego „wieczystego ROE”, a tu dokonaliśmy tylko jednej korekty, zmniejszając zakładane koszty ryzyka kredytowego i przyjmując ROE na poziomie 13,8%. Uwzględniając oczekiwaną przez nas ścieżkę dochodzenia do tej rentowności (wzrost ROE z 6,5% w 2003 r. do 11% w 2004 r., 11,2% w 2005 r. i 12,8% w 2006 r.), czujemy się pewnie z naszą wyceną.

**Wycena****Prognoza**

	Dane historyczne					Prognoza indywidualna			2007	PW bank	PW sektor
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006			
Marża odsetkowa	4,8%	4,8%	4,4%	3,8%	2,9%	2,7%	2,5%	2,5%	(...)	2,2%	2,6%
Opłaty i prowizje / Aktywa	1,5%	1,5%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	(...)	1,2%	1,0%
Inne przychody / Aktywa	0,7%	1,4%	0,7%	0,7%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	(...)	0,6%	0,4%
Przychody ogółem / Aktywa	7,1%	7,6%	6,5%	5,9%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	(...)	4,0%	4,0%
Koszty / Aktywa	-4,5%	-4,6%	-4,2%	-3,8%	-3,4%	-3,2%	-3,0%	-2,8%	(...)	-2,1%	-2,3%
Koszty / Przychody	-63,3%	-59,7%	-64,3%	-63,9%	-63,7%	-59,9%	-57,7%	-54,4%	(...)	-52,5%	-57,1%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,6%	3,1%	2,3%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	(...)	1,9%	1,7%
Rezerwy	-0,7%	-0,8%	-1,7%	-1,5%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	(...)	-0,85%	-0,7%
Zysk przed podatkiem	1,8%	2,2%	0,5%	0,4%	1,2%	1,6%	1,5%	1,6%	(...)	1,05%	1,02%
Zysk netto	1,1%	1,4%	0,8%	0,3%	0,8%	1,3%	1,2%	1,3%	(...)	0,9%	0,8%
Kapitały własne/Aktywa	12,9%	11,7%	11,4%	11,7%	11,6%	11,5%	10,3%	10,3%		6,2%	6,2%
ROE	8,7%	11,6%	6,9%	2,6%	6,5%	11,0%	11,2%	12,8%		13,8%	13,4%

PW - Bank - "Prognoza wieczysta" dla banku

PW - Sektor - "Prognoza wieczysta" dla sektora

Obliczenia kosztu kapitału

	2003-2013	2014 i nast.
Stopa wolna od ryzyka	7,1% (*)	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 (średnio 28%)		6,5%	4,5%

Podsumowanie wyceny (na podstawie prognoz na 2014 r.)

Kapitał ekonomiczny na akcję (zł)	348
Przyjęty wskaźnik Cena/Wartość księgowa	1,5
Wartość wieczysta (zł)	530
Wartość nadmiernego kapitału (zł)	19
Zdyskontowana wartość wieczysta (zł)	156
Zdyskontowana wartość nadmiernego kapitału (zł)	6
Wartość zdyskontowanych dywidend (zł)	87
Wartość udziałów w PTE (zł)	7,5
Razem wycena (zł)	256

**JEDNOSTKOWY RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (mln zł)**

	2000	2001	2002	2003	2004 P	2005 P	2006 P
Przychody odsetkowe netto	1 771	1 094	1 075	1 105	1 190	1 280	1 386
Przychody odsetkowe	4 850	4 616	2 872	2 228	2 550	2 785	3 078
Koszty odsetkowe	(3 079)	(3 522)	(1 797)	(1 123)	(1 359)	(1 505)	(1 692)
Przychody pozaodsetkowe	1 028	1 648	1 474	1 251	1 290	1 357	1 481
Wynik z prowizji	541	558	586	685	795	914	1 024
Wynik z pozycji wymiany	303	982	734	246	144	57	52
Wynik z operacji finansowych	185	108	154	320	351	386	405
Wynik na działalności bankowej	2 799	2 742	2 549	2 356	2 480	2 638	2 867
Inne przychody operacyjne netto	21	(14)	(19)	21	9	9	10
Przychody bankowe ogółem	2 820	2 728	2 529	2 377	2 488	2 647	2 877
Koszty nieodsetkowe	(1 683)	(1 755)	(1 617)	(1 514)	(1 490)	(1 527)	(1 564)
Koszty osobowe	(825)	(825)	(757)	(679)	(679)	(692)	(705)
Amortyzacja	(209)	(249)	(223)	(223)	(230)	(237)	(237)
Inne koszty	(649)	(681)	(636)	(612)	(581)	(599)	(623)
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	1 136	973	913	863	999	1 120	1 313
Saldo rezerw	(308)	(712)	(664)	(261)	(256)	(307)	(360)
Zysk brutto	811	210	191	543	754	755	894
Podatek dochodowy	(288)	126	(96)	(216)	(158)	(143)	(170)
Korekty konsolidacyjne	0	0	35	6	0	10	12
Zysk netto	523	336	130	333	596	621	736
Dywidendy wypłacone	(129)	(109)	(40)	(316)	(718)	(144)	(144)

PODSTAWOWE WSKAŹNIKI

	2000	2001	2002	2003	2004 P	2005 P	2006 P
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	5,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	2,8%	2,8%
Spread odsetkowy	4,3%	2,0%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszty / Przychody	59,7%	64,3%	63,9%	63,7%	59,9%	57,7%	54,4%
Koszty / Aktywa	4,6%	4,2%	3,8%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%
Koszty osobowe / Przychody	29,3%	30,3%	29,9%	28,6%	27,3%	26,1%	24,5%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	27,1%	73,2%	72,7%	30,3%	25,6%	27,4%	27,4%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	1,7%	3,8%	3,6%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	37,2%	59,9%	57,5%	53,5%	52,2%	51,6%	51,8%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,1%	2,3%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
ROE	11,6%	6,9%	2,6%	6,5%	11,0%	11,2%	12,8%
ROA	1,4%	0,8%	0,3%	0,8%	1,3%	1,2%	1,3%

ROCZNA STOPA WZROSTU

	2000	2001	2002	2003	2004 P	2005 P	2006 P
Zysk netto	63,2%	(35,9%)	(61,4%)	157,3%	78,7%	4,3%	18,4%
Zysk operacyjny	46,2%	(14,4%)	(6,2%)	(5,4%)	15,7%	12,1%	17,2%
Przychody bankowe ogółem	33,1%	(3,3%)	(7,3%)	(6,0%)	4,7%	6,4%	8,7%
Przychody odsetkowe netto	22,8%	(38,2%)	(1,7%)	2,8%	7,7%	7,5%	8,3%
Przychody pozaodsetkowe	55,2%	55,8%	(11,0%)	(12,5%)	2,0%	5,3%	9,1%
Koszty nieodsetkowe	25,5%	4,3%	(7,9%)	(6,3%)	(1,6%)	2,5%	2,4%

**JEDNOSTKOWY BILANS, ZŁ (mln)**

	2000	2001	2002	2003	2004 P	2005 P	2006 P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 008	1 934	2 214	1 574	1 637	1 686	1 720
Należności od sektora finansowego	8 139	11 497	6 281	4 327	3 000	2 703	3 751
Dłużne papiery wartościowe	7 845	7 716	9 954	11 248	10 460	9 573	8 616
Kredyty i pożyczki	19 560	18 309	18 937	23 258	27 910	33 492	38 515
Akcje, udziały i inne inwestycje	825	533	511	2 271	2 544	2 798	3 022
Aktywa trwałe	1 762	1 720	1 645	1 481	1 525	1 556	1 587
Inne aktywa	859	1 683	3 018	1 327	1 424	1 495	1 570
Razem aktywa	40 997	43 391	42 561	45 485	48 500	53 303	58 780
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 525	7 362	6 214	6 938	7 216	8 659	9 698
Depozyty	27 349	28 667	27 465	28 638	30 643	33 707	37 078
Papiery wartościowe	162	166	78	544	871	1 132	1 472
Pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 156	2 251	3 808	4 074	4 199	4 331	4 466
Kapitały własne	4 806	4 945	4 995	5 290	5 570	5 474	6 066
Kapitał zakładowy	217	144	144	144	144	144	144
Razem pasywa	40 997	43 391	42 561	45 485	48 500	53 303	58 780

ANALIZA AKTYWÓW

	2000	2001	2002	2003	2004 P	2005 P	2006 P
Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	16,7%	20,4%	21,7%	19,0%	16,9%	14,9%	13,0%
Kredyty nieregularne / Aktywa	8,2%	9,1%	10,4%	10,7%	10,6%	10,1%	9,2%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	36,4%	42,1%	49,3%	48,6%	49,3%	51,0%	55,6%
Rezerwy / Kredyty ogółem	6,1%	8,6%	10,7%	9,2%	8,3%	7,6%	7,2%
Rezerwy / Aktywa	3,0%	3,8%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%
Kredyty nieregularne nie pokryte rezerwami / Kapitały własne	44,5%	46,4%	44,8%	47,2%	46,8%	48,4%	39,5%

WSKAZNIKI BILANSU

	2000	2001	2002	2003	2004 P	2005 P	2006 P
Kapitały własne / Aktywa	11,7%	11,4%	11,7%	11,6%	11,5%	10,3%	10,3%
Kredyty / Aktywa	47,7%	42,2%	44,5%	51,1%	57,5%	62,8%	65,5%
Depozyty / Aktywa	66,7%	66,1%	64,5%	63,0%	63,2%	63,2%	63,1%
Kredyty / Depozyty	71,5%	63,9%	69,0%	81,2%	91,1%	99,4%	103,9%
Stopa wzrostu kredytów	13,5%	(6,4%)	3,4%	22,8%	20,0%	20,0%	15,0%
Stopa wzrostu depozytów	18,1%	4,8%	(4,2%)	4,3%	7,0%	10,0%	10,0%
Stopa wzrostu aktywów	25,0%	5,8%	(1,9%)	6,9%	6,6%	9,9%	10,3%

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BPH PBK

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



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.

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 progностycznych 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.