



# RAPORT ANALITYCZNY

## BPH PBK

Banki

ISSN 1508-308X

Warszawa, 15.05.03

### Jedna jaskółka wiosny nie czyni

• Dzięki uwzględnieniu zysku na sprzedaży Polcardu oraz wykazaniu niskiego salda rezerw, kwartalny wynik BPH PBK był lepszy niż oczekiwano, a wzrost w porównaniu z 1 kw. ub. r. wyniósł 84%. Jednak nie udzielił się nam ogólny entuzjazm rynku. Pierwszy czynnik (zysk z transakcji jednorazowej) nie powtórzy się w najbliższej przyszłości (dopóki nie dojdzie do sprzedaży GBG albo PTE), drugi (niskie rezerwy) jest obciążony sporym ryzykiem.

• Kwartalny wzrost akcji kredytowej o 7% powinien cieszyć, ale w połowie był on efektem osłabienia się złotówki (40% kredytów jest denominowanych w walutach). Z kolei zdominowanie kredytów hipotecyjnych przez kredyty walutowe (które póki co są motorem wzrostu) potencjalnie stanowi czynnik ryzyka, ponieważ istnieje niebezpieczeństwo pogorszenia się jakości portfela w sytuacji dalszego osłabienia złotówki (np. gdyby z powodu zbyt niskiej frekwencji referendum akcesyjne nie było wiążące).

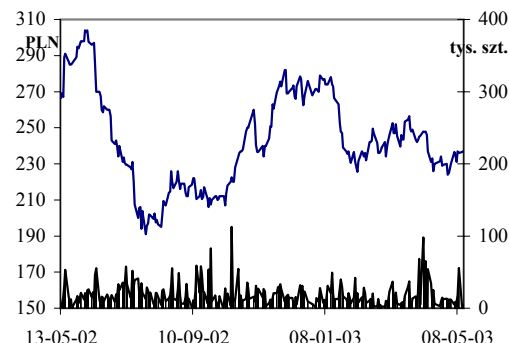
• Obawiamy się, że w następnych kwartałach nie uda się utrzymać rekordowo niskiego salda rezerw (rezerwy celowe stanowiły 1,17% portfela kredytowego wobec 0,25% w BZ WBK, 0,62 w Pekao i 0,75% w ING BSK). Kazus ING BSK, który w wyniku wdrożenia nowej wersji systemu informatycznego utworzył dodatkowe rezerwy na kredyty detaliczne pokazuje, że istnieje niebezpieczeństwo, iż portfele detaliczne innych banków kryją nierozpoznane ryzyko kredytowe.

• Nie wierzymy w szybkie wypłacenie przez BPH PBK ekstra-dywidendy. Po stronie banku nie widzimy determinacji, aby szybko podjąć odpowiednie kroki prawne i dlatego spodziewamy się, że zmniejszenie kapitałów poprzez wypłatę dywidendy, szacowanej przez nas na 35 pln, nastąpi dopiero w 2005 r., wraz z podziałem zysku za rok 2004.

• ROE na poziomie 8% (6% bez Polcardu) nie usprawiedliwia aktualnej wyceny banku. W cenach (podobnie jak było w przeszłości) zawarte jest oczekiwanie znacznej poprawy wyników w najbliższych latach, jednak obawiamy się, że nadchodzące kwartały przyniosą negatywną weryfikację tych oczekiwań (osiągnięcie dwucyfrowego ROE w najbliższych 3 latach z działalności podstawowej uważamy za bardzo ambitne zadanie).

• Ostatnio pojawiły się spekulacje na temat notowania akcji BACA na warszawskiej giełdzie. Pomijając ostateczny finał tej sprawy, naszym zdaniem nieuniknione jest pojawienie się wśród polskich inwestorów instytucjonalnych pomysłu, że skoro są w Europie banki notowane bardziej atrakcyjnie niż polskie, to być może należałoby odejść od indeksowego podejścia i szukając wartości, zainwestować w zagraniczne spółki, a nie liczyć na przyszłą poprawę sytuacji w polskim sektorze bankowym.

• Nasza cena docelowa jest o 14% niższa niż aktualny kurs rynkowy, dlatego obniżamy rekomendację do REDUKUJ. Uważamy, że okres, kiedy rynek dyskontuje pozytywne informacje (dobre wyniki 1 kw., zwiększone zainteresowanie Polską ze strony inwestorów zagranicznych) stanowi dobry moment, aby zmniejszyć zaangażowanie w akcje banku.



### Rekomendacja **REDUKUJ**

**Cena** 244,00  
**Cena docelowa** 210

### Podstawowe dane

Ilość akcji (mln. szt.) 28,7  
 Free float (mln. zł) 1 477  
 Kapitalizacja (mln. zł) 7 007

### Struktura akcjonariatu

HVB Group 71,2%  
 Skarb Państwa 3,7%  
 Posiadacze GDR-ów 4,0%  
 Pozostali akcjonariusze 21,1%

### Analitycy

Andrzej Powierza  
 tel (22) 697 47 42  
 fax (22) 697 47 43  
[andrzej.powierza@breinwest.com.pl](mailto:andrzej.powierza@breinwest.com.pl)

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

[www.brebrokers.com.pl](http://www.brebrokers.com.pl)

	Przychody											
	odsetk.netto	WNDB	Zysk brutto	Zysk netto	Ilość akcji	EPS	Wzrost	P/E	BVPS	P/BV	DPS	Stopa
	(mln pln)	(mln pln)	(mln pln)	(mln pln)	(mln szt.)	(pln)	EPS (%)		(pln)		(pln)	dywidendy (%)
2000	1 771	2 799	811	523	29	18,6	45%	13	167	1,5	4,5	1,8%
2001	1 094	2 742	210	336	29	11,7	-37%	21	172	1,4	3,8	1,6%
2002	1 075	2 549	191	130	29	4,5	-61%	54	174	1,4	1,4	0,6%
2003P	1 045	2 310	366	306	29	10,7	136%	23	183	1,3	10,0	4,1%
2004P	1 014	2 270	456	374	29	13,0	22%	19	186	1,3	45,0	18,4%

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.

**Kwartalne wyniki banku**

Poniżej przedstawiamy opis jednostkowego wyniku banku w 1 kw. (w miejscach kiedy jest to zaznaczone, odnosimy się także do danych skonsolidowanych).

**Wyniki BPH PBK (mln pln)**

	1Q02	4Q02	1Q03	1Q03 /1Q02	1Q03 /4Q02	1Q03 z wyl. Polcardu	1Q03 /1Q02	1Q03 /4Q02
Kredyty	18 271	18 937	<b>20 258</b>	10,9%	7,0%	b.d.	b.d.	b.d.
Depozyty	28 184	27 465	<b>27 124</b>	-3,8%	-1,2%	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik odsetkowy ("czysty")	253	316	<b>263</b>	4,0%	-17,0%	263	4,0%	-17,0%
WNDB	611	652	<b>622</b>	1,8%	-4,6%	583	-4,6%	-10,5%
Koszty	-397	-393	<b>-384</b>	-3,2%	-2,3%	-384	-3,2%	-2,3%
Zysk operacyjny	218	243	<b>239</b>	9,9%	-1,7%	201	-7,8%	-17,6%
Zysk brutto	72	46	<b>142</b>	96,6%	207,9%	103	43,0%	124,0%
Zysk netto	54	20	<b>100</b>	84,3%	404,2%	72	32,4%	262,3%

*Źródło: bank, DI BRE Banku*

**Kredyty**

Pozytywnie rozwija się akcja kredytowa. **Wolumen kredytów wzrósł o +7%** w porównaniu z końcem roku i o 11% w porównaniu z marcem 2002 (z wyłączeniem należności od sektora budżetowego wzrost wyniósł odpowiednio 9% kw./kw. i 7% r./r.).

Bank informował o udzielaniu kilku dużych kredytów, więc nie jest to zaskoczeniem. Jednak przede wszystkim **na wykazaną dynamikę kredytów pozytywnie wpłynęło osłabienie się złotego** (Jak wynika z naszych szacunków, wyższe kursy Euro, dolara i franka szwajcarskiego oznaczały zwiększenie złotówkowej wyceny portfela kredytów dla podmiotów nie budżetowych o ponad 3%).

**Szacunek wpływu osłabienia złotówki na portfel kredytowy (bez sektora budżetowego)**

Waluta	Wolumen kredytów	Kurs 31.12.02	Kurs 31.03.03	Zmiana kursu	Zmiana wyceny kredytów w pln
pln	11 757	1,0000	1,0000	0,0%	0
usd	1 384	3,8388	4,0512	5,5%	77
euro	3 312	4,0202	4,4052	9,6%	317
CHF	2 917	2,7675	2,9846	7,8%	229
inne	28	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Razem	19 398	b.d.	b.d.	3,2%	623

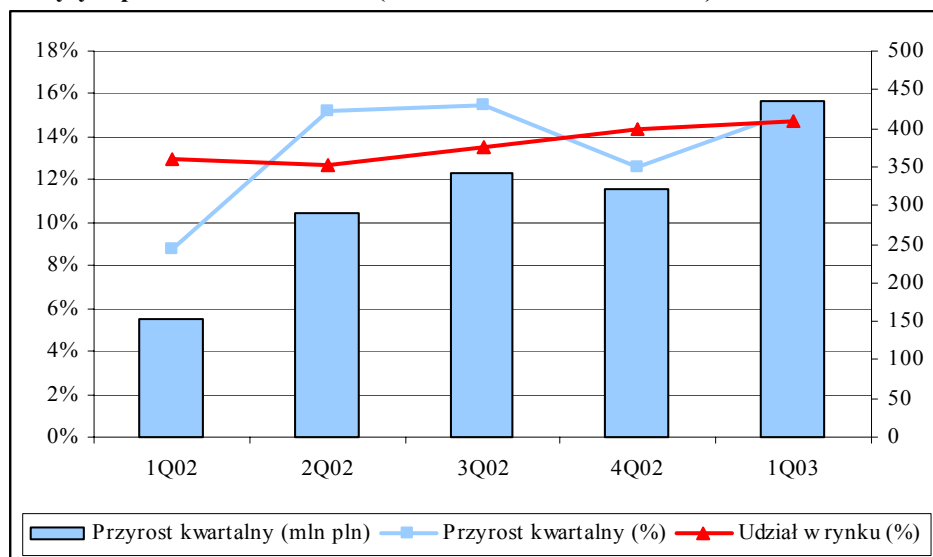
*Źródło: bank, DI BRE Banku*

Jednak powodem do zadowolenia może być **dalszy dynamiczny wzrost wolumenu kredytów hipotecznych**. Według danych podanych przez bank, BPH PBK od 2 kw. 2002 systematycznie zwiększa swój udział w rynku, utwierdzając swoją pozycję drugiego co do wielkości gracza na rynku. Na koniec marca portfel kredytów hipotecznych wynosił 3 306 mln pln i wzrósł w okresie ostatnich 12 miesięcy o 72%. Kwartalny wzrost wyniósł 15%, ale **w połowie przyczyniło się do tego osłabienie złotówki** (ok. 2/3 portfela kredytów udzielanych jest w CHF, reszta w Euro i pln). Zwiększony portfel kredytów hipotecznych dał kwartalny wzrost całego portfela o 1,8% (tak więc ¼ całego przyrostu).

Średnie kwartalne tempo wzrostu portfela dla ostatnich 5-ciu kwartałów wynosi 13%, ale uważamy, że jego utrzymanie będzie bardzo trudne. Jeżeli bankowi udałoby się uzyskać kwartalny wzrost portfela kredytów hipotecznych na poziomie 10%, to ich udział w kredytach ogółem (zakładając stagnację w pozostałej działalności kredytowej) osiągnąłby na koniec 2003 r. blisko 17%, a na koniec 2004 r. – 23%. W tym samym tempie zwiększałby się wpływ wzrostu wolumenu

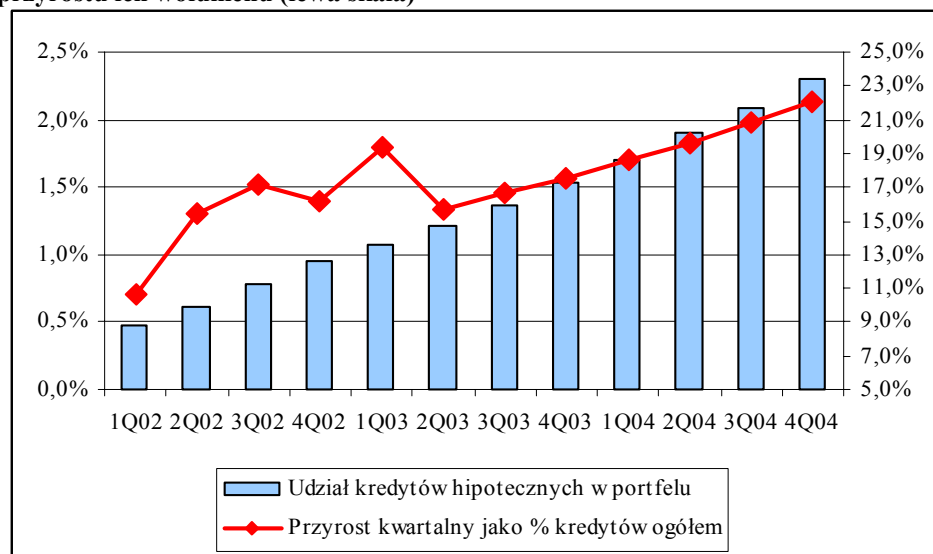
kredytów hipotecznych na dynamikę całego portfela kredytowego. Przyjmując powyższe założenia można spodziewać się, że **sam przyrost kredytów hipotecznych zaowocuje rocznym wzrostem kredytów o 1,5 mld w 2003 r. i 2,0 mld pln w 2004 r.**, co dałoby odpowiednio wzrost całego portfela kredytowego odpowiednio o 7% i 8%.

**Kredyty hipoteczne w BPH PBK (1 kw. 2002 r. – 1 kw. 2003 r.)**



Źródło: bank, DI BRE Banku

**Prognoza wzrostu udziału kredytów hipotecznych w portfelu (prawa skala) i kwartalnego przyrostu ich wolumenu (lewa skala)**



Źródło: bank, DI BRE Banku

**Depozyty**

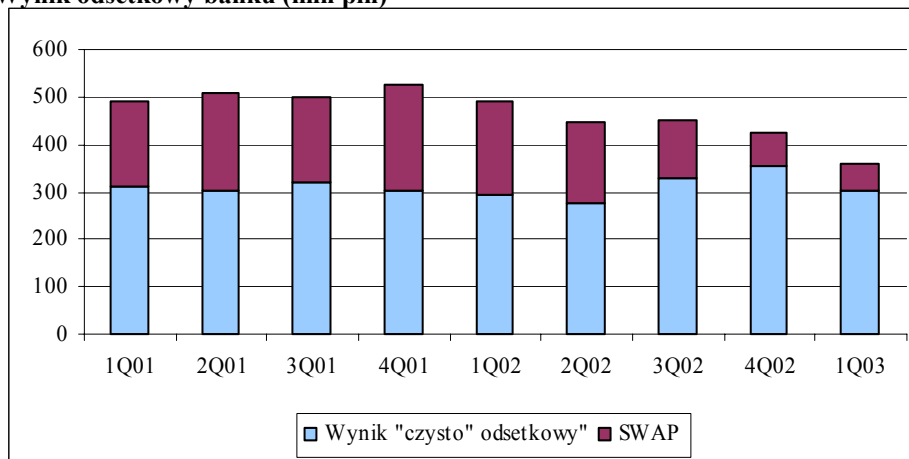
W dalszym ciągu w banku spadają depozyty (-1,2% kw/kw), ale warto zauważyć, że dzieje się tak za sprawą zobowiązań wobec sektora budżetowego. Zatrzymał się spadek depozytów od osób fizycznych i przedsiębiorstw. Bank planuje emisję obligacji oszczędnościowych, ale wydaje się, że ten pomysł jest mocno spóźniony.

**Przychody**

Osiągnięty w 1 kw. WNDB był prawie zgodny z naszymi oczekiwaniami (mniejszy o 2%). Należy zauważyć, że mimo uwzględnienia zysku na sprzedaży Polcardu, wynik był niższy niż w 4 kw. (-5%), ale większy niż przed rokiem (+2%).

Wynik odsetkowy nie zaskoczył. W dalszym ciągu **maleje udział operacji SWAP** (na wykresie przedstawimy te wielkości dla wyników skonsolidowanych, ale podobnie przedstawia się to jeśli chodzi o wyniki jednostkowe), marża „czysto odsetkowa” nie rośnie, jakby mogła w wyniku zbliżania się oprocentowania złotówkowego i walutowego, ponieważ nie pozwala na to konkurencja w sektorze. Skonsolidowana marża „czysta” ukształtowała się na poziomie 2,7% (wobec 2,6% w 1 kw. 2002 i 3,1% w 4 kw. 2002 r.), a marża z uwzględnieniem operacji SWAP – 3,2% (wobec odpowiednio 4,3% i 3,8%)

**Wynik odsetkowy banku (mln pln)**



*Źródło: bank, DI BRE Banku*

Olbrzymi spadek przychodów z pozycji wymiany (-68% w porównaniu z 1 kw. 2002 r.) jest efektem spadku udziału operacji SWAP. Pozostały wynik z pozycji wymiany także się zmniejszył (skonsolidowany spadł z 23 mln w 1 kw. 2002 r. do 14 mln w 1 kw. 2003 r., ale udział tej pozycji w przychodach banku jest nieznaczny).

Zgodnie z oczekiwaniami, w porównaniu z 1 kw. ub.r. nastąpił **niewielki wzrost prowizji i opłat** (+8%), jednak tradycyjnie pierwszy kwartał roku był gorszy niż poprzedzający go czwarty kwartał (-6%, wobec spadku rok temu o 8%). Według wyjaśnień banku największy udział w wyniku z tytułu prowizji miały prowizje z tytułu płatności krajowych (65%), drugie miejsce zajęły prowizje od kredytów (23%), a trzecie przychody z operacji międzynarodowych (7%). Dane te są nieporównywalne z danymi innych banków, które wyodrębniają przychody z opłat za prowadzenie rachunków oraz z tytułu wyemitowanych kart płatniczych.

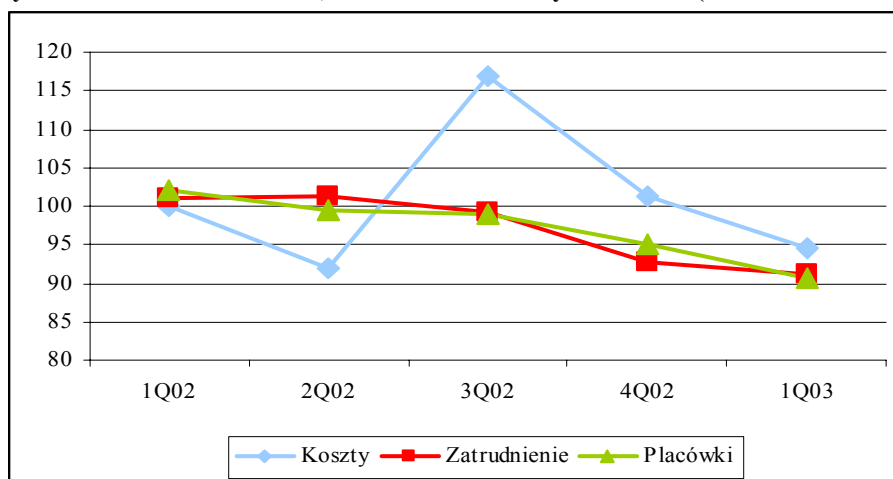
Wynik z operacji finansowych (uwzględniając tzw. przychody z papierów wartościowych) wyniósł 143 mln pln (+115 kw./kw.). Do wzrostu przyczyniło się zaksięgowanie zysku na sprzedaży Polcardu (bank wykazał na sprzedaży 39 mln pln, o 8 mln mniej niż sądziliśmy, ponieważ w wyniku 1 kw. nie uwzględniono rewaluacji dokonanej w 2002 r., która zwiększyła kapitały z aktualizacji wyceny). Jednak największą niespodzianką było **wykazanie pozostałego zysku z operacji finansowych w wysokości 104 mln pln** (wobec 7 mln przed rokiem). Bank poinformował, że był to zysk pochodzący z operacji instrumentami pochodnymi oraz dłużnymi papierami wartościowymi. Zdaniem banku ekonomicznie zysk ten można w znacznym stopniu przypisać zyskowi odsetkowemu, ale póki co nie przedstawił bliższych danych. Według wyjaśnień CFO bank, Pana Nielsa Lundorffa, **wspomniane 104 mln pln nie można w całości traktować jako zysk tradingowy** i bank będzie w stanie powtarzać podobne wyniki w następnych kwartałach. Wygląda więc na to, że po zysku „czysto odsetkowym” i operacjach SWAP pojawił się trzeci składnik zysku odsetkowego, wynikający z jakiś innych operacji pochodnych. Oznaczałoby to, że spadek marży zanotowany w 1 kw. nie był aż tak duży, jak wynika z dostępnych informacji.



### Koszty

Koszty działania, obciążone w 2 poł. 2002 r. kosztami restrukturyzacji (m.in. odpraw dla zwalnianych pracowników), spadły w 1 kw. br. (o 7% w porównaniu z 4 kw. 2002 r. i o 5% w porównaniu z 1 kw. ub.r.). **Obniżka kosztów jest mniejsza niż spadek zatrudnienia i spadek liczby placówek**, ale bank zapowiada, że w pełni efekty restrukturyzacji zobaczymy w następnych kwartałach. W 1 kw. zatrudnienie zmniejszyło się o 185 osób, a do końca roku ma spaść jeszcze o 548 etatów (uwzględniając planowaną restrukturyzację centrali banku).

### Dynamika kosztów działania, zatrudnienia i liczby oddziałów (1 kw. 2002 r. = 100)



*Źródło: bank, DI BRE Banku*

Spodziewaliśmy się, że amortyzacja ustabilizuje się na średnim poziomie ubiegłego roku, czyli około 55 mln pln, ale wyniosła 63 mln pln i była tym samym o 28% większa niż w 4. kw. 2002 r. i o 11% większa niż wykazana przed rokiem (aczkolwiek w obecnym sprawozdaniu jako amortyzacja 1 kw. 2002 wykazana jest kwota 67 mln pln, co pozwoliło bankowi pochwalić się spadkiem kosztów)

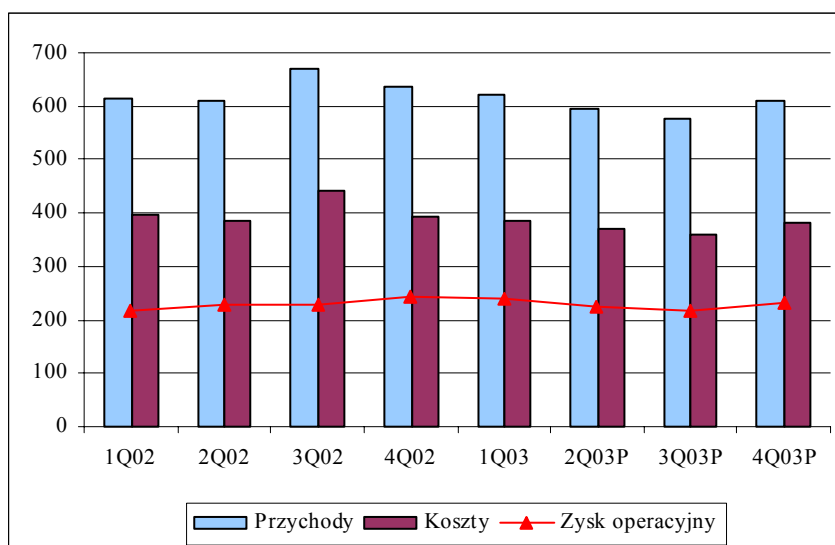
### Wynik operacyjny, rezerwy i wynik netto

Osiągnięty przez bank w 1 kw. 2003 r. wynik operacyjny był nieznacznie niższy niż się spodziewaliśmy (239 mln pln wobec 260), ale i tak o 10% większy niż w 1 kw. ub.r. i tylko o 2% niższy niż w 4 kw. Tak więc operacyjne wyniki nie można oceniać negatywnie. **Współczynnik Koszty/Przychody ukształtował się na poziomie 62%**, a więc podobnym jak w 4 kw. i o 3 p.p. lepszym niż rok temu.

Obraz efektywności operacyjnej przedstawia się mniej pozytywnie, **jeżeli odejmiemy jednorazowy zysk na sprzedaży Polcardu**. W takiej sytuacji wynik operacyjny wynosi tylko 201 mln pln i jest najniższy od powstania banku, a **wskaźnik Koszty/Przychody wynosi 66%**.

Jeżeli sprawdzą się zapowiedzi banku i z operacji finansowych bank będzie regularnie zarabiał podobne sumy jak w 1 kw. (zakładamy odpowiednio 80, 70 i 60 mln pln), to możliwe będzie uzyskiwanie zysków operacyjnych na poziomie lekko poniżej 200 mln pln.

Przychody, koszty i zysk operacyjny (pln mln)



Źródło: bank, DI BRE Banku

**Rezerwy tym razem sprawiły pozytywną niespodziankę.** Nie chodzi tylko o to, że ujemne saldo wyniosło tylko 82 mln pln wobec naszych oczekiwań na poziomie 140 mln. Ponad połowa tej kwoty przypadła na utworzenie rezerwy ogólnej (47 mln pln) a **rezerwy na należności wyniosły tylko 40 mln pln**. Jednak tak naprawdę dopiero rozwój sytuacji w kolejnych miesiącach pozwoli stwierdzić, na ile mamy do czynienia ze stałą tendencją (w zeszłym roku w 1 kw. ujemne saldo wyniosło tylko 131 mln pln, a w następnych kwartałach odpowiednio 169, 198 i 182).

Negatywnym zaskoczeniem jest **strata jednostek podporządkowanych** (-1,4 mln pln) mimo dobrych wyników GBG. Jednostki podporządkowane wyceniane metodą praw własności w sumie przyniosły stratę 7,8 mln pln, głównie za sprawą spółki **PBK Inwestycje**, która dokonała nowej wyceny spółek posiadanych w portfelu inwestycyjnym.

Zysk netto wyniósł 100 mln pln (czyli o 13% więcej niż się spodziewaliśmy). Stanowi to 77% ubiegłorocznego zysku, więc na pewno należy docenić zdecydowaną poprawę.

Wydaje się, że BPH PBK był jedynym bankiem, którego kwartalny wynik mógł być pozytywnie odebrany przez rynek (inne zawiodły), ale **annualizowane ROE na poziomie 8%** to dalej mało ekscytujący wynik (bez zysku na sprzedaży Polcardu annualizowane ROE wyniosłoby poniżej 6%). Poprawa wyniku z jednorazowej transakcji plus z niskich rezerw: pierwszy czynnik się nie powtórzy (aż do momentu sprzedaży GBG), a drugi jest obciążony pewnym ryzykiem.

### **Działalność kredytowa BPH PBK: pożyczać dużo, tanio i w walutach?**

Kolejny kwartał potwierdza twierdzenia banku, że **jakość portfela kredytowego w grupie BPH PBK ustabilizowała się**. Kredyty zagrożone (dane skonsolidowane) stanowią 21,3% kredytów ogółem wobec 22,1% na koniec 2002 r. i 22,1% przed rokiem. Warto jednak pamiętać, że wolumen kredytów zagrożonych w dalszym ciągu się zwiększa (w przeciągu ostatniego kwartału zwiększył się o 152 mln pln a przez ostatnie 12 miesięcy o 361 mln pln), a udział procentowy maleje dzięki intensywnemu zwiększaniu akcji kredytowej (kredyty normalne zwiększyły się o 1291 mln pln w 1 kw. br. a o 2832 przez ostatni rok). W zasadzie jest to prawidłowe zjawisko (polskie prawo utrudnia odpisywanie złych kredytów, tak więc nie można liczyć na spadek wolumenu kredytów zagrożonych, a ich procentowy spadek będzie efektem „rozcieńczenia”), ale pozostaje pewna niepewność.

Można się obawiać, czy w sytuacji kiedy bank jest świadom, że jego słabością jest zła jakość aktywów, nie będzie się starał polepszyć obraz poprzez zbyt aktywne zwiększanie akcji



kredytowej. Może to zagrozić przyszłej jakości lub marży. Mniej obawiamy się pierwszego (bank „sparzył się” w przeszłości i teraz raczej będzie ostrożny), bardziej drugiego czynnika. Liczne informacje o kredytach dla podmiotów okołobudżetowych oraz dla dużych korporacji najprawdopodobniej świadczą o tym, że bank jest gotów akceptować niskie marże, co w dłuższej perspektywie może stanowić zagrożenie dla przychodów odsetkowych. Może to bardzo negatywnie wpłynąć na przychody banku, których ok. 2/3 pochodzi z odsetek. Pamiętajmy, że ze względu na duże kapitały własne bank traci na nominalnym spadku stóp procentowych i jego marża maleje nawet wtedy, kiedy spread odsetkowy pozostaje bez zmian (przy kapitałach własnych na poziomie 5 mld **obniżka stóp o 100 p.b. oznacza przychody odsetkowe mniejsze o 50 mln**, czyli marżę odsetkową niższą o 11 p.b.). W znacznym stopniu zjawisko to dało znać o sobie w 2002 r., ale było neutralizowane przez zyski kapitałowe na obligacjach.

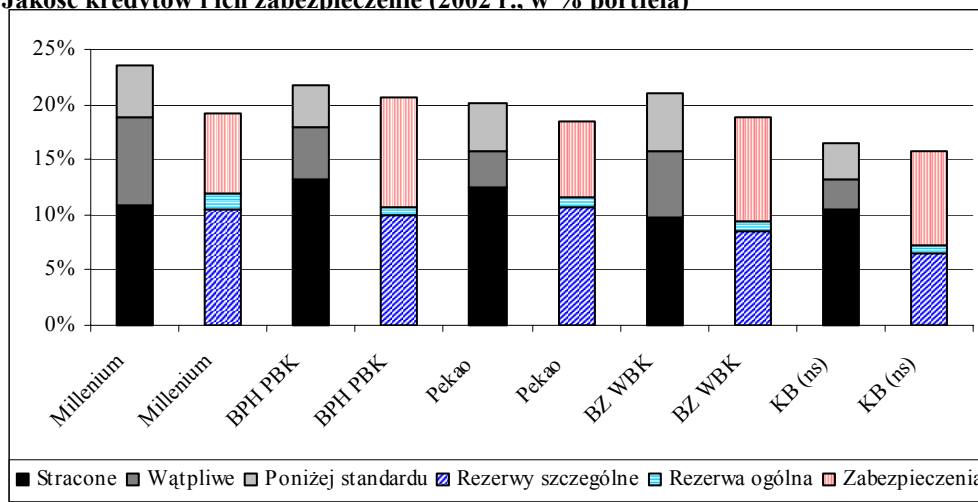
Można postawić pytanie, czy bank nie przyjął zbyt ryzykownej strategii i **czy w przypadku dalszego osłabienia się złotówki nie będzie narażony na gwałtowne pogorszenie jakości portfela?**

Odważne podejście banku do ryzyka walutowego klientów widać najlepiej na przykładzie kredytów hipotecznych (w przypadku których można założyć, że większość kredytobiorców nie ma zabezpieczenia przed różnicami kursowymi). W sytuacji kiedy inne banki (m.in. Pekao i BZ WBK) ograniczają udzielanie walutowych kredytów osobom fizycznym, BPH PBK pożyczka głównie we frankach szwajcarskich (ok. 2/3 portfela) oraz w Euro. Inne banki donoszą, że w ślad za osłabieniem złotówki radykalnie pogorszyła się jakość portfela kredytów hipotecznych (choć jest zdecydowanie lepsza niż innych kredytów).

Poza tym pozostaje aktualne **pytanie o jakość służb monitorujących i windykujących stare należności**. Od ich pracy zależy, na ile klasyfikacja kredytów odpowiada prawdziwej sytuacji dłużników i ile jest odzyskiwane od klientów popadających w kłopoty finansowe. Wydarzenia 2002 r. (późne dostrzeżenie sytuacji Stoczni Szczecińskiej, kwartalne rezerwy na poziomie wyższym niż oczekiwane) nie pozwalają wysoko oceniać pracy tych departamentów.

Obawiamy się, że w następnych kwartałach nie uda się utrzymać rekordowo niskiego salda rezerw (rezerwy celowe stanowiły 1,17% portfela kredytowego wobec 0,25% w BZ WBK, 0,62 w Pekao i 0,75% w ING BSK). Mimo stosunkowo dużych rezerw na początku 2003 r. nie wierzymy, aby BPH PBK spośród polskich banków wyróżnił się najniższym saldem rezerw w 2003 r..

#### Jakość kredytów i ich zabezpieczenie (2002 r., w % portfela)



Źródło: bank, DI BRE Banku

Na potwierdzenie naszej opinii, że jest za wcześnie, aby uznać problem złych kredytów za kwestię przeszłości, że posłużyć kazus ING BSK.

Po pierwsze, bank poinformował w swoim raporcie kwartalnym, że udział kredytów niepracujących wzrósł z 10,8% na koniec marca 2002 r. i 11,9% na koniec 2002 r. do 12,5% na

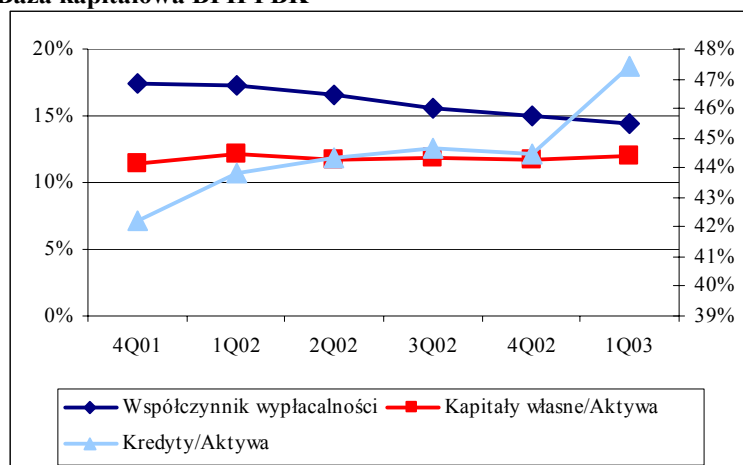
koniec 1 kw. 2003 r. (a więc okazuje się, że polskie zasady kwalifikacji rezerw, uważane przez banki za zbyt surowe, były właściwe i z wyprzedzeniem pokazywały pogarszanie się portfela. Jednocześnie bank stwierdził, że nie widzi sygnałów wskazujących na odwrócenie się negatywnej tendencji.

Po drugie, ING BSK poinformował, że wdrożenie nowego systemu informatycznego zaowocowało utworzeniem dodatkowych rezerw na portfel detaliczny. Nowy system informatyczny pozwolił na bardziej wnikliwe analizy zachowań klientów oraz zawartych umów, co umożliwiło wcześniejsze wykrywanie ryzyk. ING BSK jako pierwszy wdrożył scentralizowany system informatyczny i najprawdopodobniej jako pierwszy robi następny krok i zaczyna przetwarzać zgromadzone dane. Obawiamy się, portfele detaliczne innych banków kryją nierozpoznane ryzyko kredytowe, które ujawni się w momencie wdrażania nowych „nakładek” na wdrażane systemy informatyczne (wersja pozytywna) albo w momencie pogorszenia się spłaty tych kredytów (wersja negatywna).

### **Czy i kiedy BPH PBK zmniejszy swoje przekapitalizowanie?**

W dalszym ciągu **BPH PBK utrzymuje kapitały własne na poziomie znacznie przekraczającym wymagania nadzoru bankowego**. Co prawda współczynnik wypłacalności jest na poziomie zdecydowanie niższym niż na początku 2001 roku (14,5% wobec 17,4%), ale w dalszym ciągu przekracza minimalny poziom. Spadek współczynnika wynikał ze zmiany zasad obliczania oraz ze wzrostu akcji kredytowej. Stosunek kapitałów do aktywów w zasadzie nie uległ zmianie i wynosił 11,9%. W najbliższym czasie planowana jest zmiana sposobu kalkulacji wskaźnika, która według banku zwiększy współczynnik wypłacalności o 2 p.p.. Ponieważ nie zakładamy bardzo dynamicznego wzrostu akcji kredytowej, który spowodowałby zwiększenie wymogu kapitałowego, nie ma przeszkód, aby bank zmniejszył swoje kapitały. Pod koniec tego roku upływa okres ograniczeń w zakresie wypłaty dywidendy, wynikający z umowy prywatyzacyjnej BPH, tak więc wydaje się, że otwarta jest droga do tego typu posunięć.

#### **Baza kapitałowa BPH PBK**



*Źródło: bank, DI BRE Banku*

Pozostaje jednak pytanie, czy bank będzie miał dostateczną determinację, aby przeprowadzić operację zmniejszenia kapitałów własnych. Z jednej strony wydaje się, że jest świadom potrzeby takiego kroku, a kłopoty finansowe HVB mogą dodatkowo zachęcać niemieckich właścicieli do „wyciągnięcia gotówki”. Z drugiej strony, deklaracje na ten temat słyszymy od dwóch lat, a póki co nie poznaliśmy żadnych konkretów. Wypłata dywidendy z kapitałów zgromadzonych w latach ubiegłych może wywołać opór nadzoru bankowego (z punktu widzenia którego lepszy jest bank przekapitalizowany niż niedokapitalizowany) oraz wymagać rozwiązania trudnych problemów wynikających z nieprecyzyjności kodeksu spółek handlowych (bank liczy, że planowana na jesień nowelizacja kodeksu uprości tę sprawę). Obawiamy się, że bank, wielokrotnie narzekający na surowość polskiej regulacji, może z wielką ostrożnością przeprowadzać całą operację, co nie wróży dobrze jeśli chodzi o jej szybkość. Dlatego **sądzimy, że wypłata dywidendy jest możliwa dopiero w 2005 r.**



Jakiej wielkości dywidendy możemy się spodziewać? Przyjmując ostrożne założenie, że wymóg kapitałowy będzie rósł w tempie odpowiadającym wzrostowi kredytów (w rzeczywistości wzrost będzie najprawdopodobniej mniejszy) oraz zakładając, że fundusze własne banku będą na koniec 2004 r. na poziomie z początku 2003 r. (czyli zysk 2003 i 2004 r. w całości zostanie przeznaczony na dywidendę, a przyrost funduszy podstawowych w wyniku podziału zysku za 2002 r. zostanie zrównoważony większymi pomniejszeniami funduszy), wyliczyliśmy oczekiwany współczynnik wypłacalności na koniec 2004 r. na poziomie 13%. Aby obniżyć go do poziomu 10% (uznawanego za optymalny przez wiele banków), **BPH PBK mógłby wypłacić 1 mld pln extra-dywidendy** (34,84 na akcję). W naszym scenariuszu nie zakładamy korzystania przez bank z pożyczek podporządkowanych.

#### **Szacunek nadmiernego kapitału w BPH PBK na początku 2005 r. (mln pln)**

<b>Wymóg kapitałowy</b>	
Koniec 2002 r.	2 264
Po obniżeniu w wyniku zmiany przepisów	1 999
Wzrost w 2003 r.	13%
Wzrost w 2004 r.	15%
Prognoza na koniec 2004 r.	2597
<b>Prognozowane fundusze własne (koniec 2004 r.)</b>	<b>4247</b>
<b>Prognozowany współczynnik wypłacalności (koniec 2004 r.)</b>	<b>13%</b>
<b>Oczekiwany docelowy współczynnik</b>	<b>10%</b>
<b>Nadmierny kapitał</b>	<b>1 001</b>

*Źródło: bank, DI BRE Banku*

Wypłacenie części nadmiernego kapitału **zwiększy naszą wycenę spółki o 5%**. Wydaje się, że extra-dywidenda na poziomie 35 pln plus przeznaczenie całego zysku 2004 na dywidendę przyciągnęłoby uwagę wielu inwestorów zainteresowanych spółkami dywidendowymi. Musimy jednak pamiętać, że zmniejszenie bazy kapitałowej pociągnęłoby za sobą negatywne następstwa dla przyszłego strumienia dywidend. Oczekujemy, że bank wypłacałby dywidendę na poziomie 5 pln, co przy obecnej cenie dawałoby stopę dywidendy (dividend yield) na poziomie 2%. Wydaje się to zbyt mało, aby na dłuższy czas zatrzymać zainteresowanie inwestorów inwestujących w spółki dywidendowe.

#### **Wycena i rekomendacja**

ROE na poziomie 8% (6% bez Polcardu) nie usprawiedliwia aktualnej wyceny banku. W cenach (podobnie jak było w przeszłości) zawarte jest oczekiwanie znacznej poprawy wyników w najbliższych latach, jednak obawiamy się, że nadchodzące kwartały przyniosą negatywną weryfikację tych oczekiwań. Naszym zdaniem rozbudzonych przez wyniki 1 kw. oczekiwań bank nie będzie w stanie spełnić a mimo stopniowej poprawy wyników osiągnięcie dwucyfrowego ROE w najbliższych 3 latach z działalności podstawowej uważamy za bardzo ambitne zadanie.

Ostatnio pojawiły się spekulacje na temat notowania akcji BACA na warszawskiej giełdzie. Z ostatnich oficjalnych informacji wynika, że nie dojdzie do tego, ale pomijając ostateczny finał tej sprawy, naszym zdaniem nieuniknione jest pojawienie się wśród polskich inwestorów instytucjonalnych pomysłu, że skoro są w Europie banki notowane bardziej atrakcyjnie niż polskie banki, to być może należałoby odejść od indeksowego podejścia i szukając wartości, zainwestować w zagraniczne spółki, a nie liczyć na przyszłą poprawę sytuacji w polskim sektorze bankowym.

Nasza cena docelowa jest o 14% niższa niż aktualny kurs rynkowy, dlatego obniżamy rekomendację do REDUKUJ. Uważamy, że okres, kiedy rynek dyskontuje pozytywne informacje (dobre wyniki 1 kw., zwiększone zainteresowanie Polską ze strony inwestorów zagranicznych) stanowi dobry moment, aby zmniejszyć zaangażowanie w akcje banku, nie czekając, aż uwzględniane w cenie zaczną być czynniki ryzyka.



## Założenia modelu DDM

	2003	2004	2005	2006	+
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,0%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,00%
<b>Oczekiwana stopa zwrotu</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,0%</b>

Źródła: DI BRE Banku

## Wycena za pomocą modelu DDM

	2003	2004	2005	2006	+
BVPS (pln)	183,2	186,1	156,6	167,3	
ROE (%)	5,9%	7,0%	9,0%	9,7%	12%
EPS (pln)	10,6	12,9	15,5	15,8	
Wzrost EPS (%)	135%	22%	20%	2%	3%
Podwyższona / (obniżona) premia za ryzyko					-1%
Docelowe P/BV					1,38
Wartość przyszła					217
<b>Zdyskontowana wartość przyszła</b>					<b>160</b>
Dywidendy	1,4	10,0	45,0	5,0	
<b>Zdyskontowane dywidendy</b>	<b>1,20</b>	<b>7,69</b>	<b>31,19</b>	<b>3,12</b>	<b>44,3</b>
<b>Wartość udziału w PTE</b>					<b>4,7</b>
<b>Cena docelowa (12. 2003r.)</b>					<b>210</b>

Źródła: DI BRE Banku

## WYCENA BANKÓW Z EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ I ICH WYBRANYCH INWESTORÓW /14.05.2003/

Banki	P/E			ROE			P/BV		
	2002	2003P	2004P	2002	2003P	2004P	2002	2003P	2004P
OTP	14,0	12,4	9,8	25%	23%	24%	3,2	2,6	2,2
Komercni Banka	12,5	10,7	9,4	24%	22%	21%	2,6	2,2	1,8
Erste Bank	16,4	13,7	11,5	12%	13%	14%	1,8	1,7	1,5
Hansabank	12,5	10,7	b.d.	21%	21%	b.d.	2,4	2,1	b.d.
<b>Average</b>	<b>13,8</b>	<b>11,9</b>	<b>10,2</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
<b>Median</b>	<b>13,2</b>	<b>11,6</b>	<b>9,8</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
<b>Banki polskie</b>									
BIG BG (s)	12,6	-	144,7	11%	0%	1%	1,3	1,3	1,3
BPH PBK (ns)	54,6	23,1	18,9	3%	6%	7%	1,4	1,3	1,3
BRE (ns)	-	b.d.	b.d.	-19%	b.d.	b.d.	1,1	b.d.	b.d.
BZ WBK (s)	15,8	16,0	12,3	12%	10%	12%	1,7	1,6	1,4
Handlowy (ns)	26,3	20,5	17,1	4%	6%	8%	1,1	1,1	1,1
ING BSK (ns)	25,1	19,9	16,5	6%	7%	8%	1,4	1,3	1,2
Kredyt Bank (s)	-	31,8	9,9	-17%	3%	8%	0,9	0,8	0,8
Pekao (s)	18,7	13,2	12,2	11%	15%	16%	2,0	1,9	1,9
<b>Average</b>	<b>25,5</b>	<b>20,7</b>	<b>33,1</b>	<b>1%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
<b>Median</b>	<b>21,9</b>	<b>20,2</b>	<b>16,5</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Inwestorzy polskich banków</b>									
AIB	11,5	8,5	10,5	22%	29%	21%	2,7	2,4	2,1
HVB	-	-	-	-4%	-2%	-3%	0,4	0,4	0,4
UCI	13,6	14,1	11,9	16%	14%	15%	2,0	1,9	1,7
<b>Average</b>	<b>12,6</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Median</b>	<b>12,6</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>

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

**Załącznik I****Co by było gdyby BPH PBK utworzył 1,3 mld dodatkowych rezerw w 2001 r.?****Porównanie BPH PBK z Komerčni bankiem (2002.)**

	<b>Komerčni</b>	<b>BPH PBK</b>	<b>BPH PBK vs. Komerčni</b>
Aktywa (mln Euro)	14 243	9 991	70%
Kredyty (mln Euro)	3 927	4 445	113%
Depozyty (mln Euro)	10 910	6 447	59%
Oddziały	331	511	154%
Pracownicy	8795	11536	131%
Wycena rynkowa (mln Euro)	2 541	1 584	62%

W 2002 r. BPH PBK zanotował jeden z najniższych zwrotów z kapitału (ROE) w regionie (2,6%), podczas gdy podobnej wielkości czeski bank, Komerčni Banka, prezentował imponującą rentowność (30% wg MSR). Warto jednak zauważyć, że oba banki miały podobną rentowność operacyjną. Przyczyną różnicy w zyskowności było przede wszystkim saldo rezerw (rozwiązanie rezerw w Komerčni Banka i tworzenie nowych w BPH PBK) oraz dźwignia kapitałowa (wysoka w czeskim banku, niska w polskim). Można jednak pozwolić sobie na eksperyment myślowy i zastanowić się, jakby wyglądały wyniki BPH PBK, gdyby bank utworzył dodatkowe rezerwy na należności już w 2001 r.

Założyliśmy, że w 2001 r. bank utworzył 1,3 mld dodatkowych rezerw celowych, które pomniejszyły aktywa i kapitały własne banku na koniec 2001 r. Przyjmujemy, że na koniec 2002 r. bank ma o 600 mln więcej rezerw, niż jest faktycznie (wskazana suma stanowi „zakładkę” na oczekiwane przez nas wyższe rezerwy w BPH PBK w porównaniu z Komerčni Bankiem, w takiej sytuacji zamiast prognozowanego przez nas salda rezerw na poziomie –380 mln w 2003, bank miałby szansę na pozytywne saldo na poziomie ok. 0,2%, a więc zbliżone do notowanego przez Komerčni). Oznacza to, że w 2002 r. zamiast tworzyć 664 mln pln rezerw, bank wykazał pozytywne saldo na poziomie 36 mln pln (różnica pomiędzy zmianą stanu naszych wyimaginowanych rezerw (1300-600=700) a faktycznym saldem rezerw). Dla uproszczenia przyjmujemy, że tworzenie rezerw byłoby neutralne z punktu widzenia podatkowego (co z grubsza odpowiada prawdzie). Czysto rachunkowa operacja zmienia obraz BPH PBK diametralnie i na poziomie zwrotu z aktywów (ROA) bank ten wyglądałby wtedy podobnie jak Komerčni Banka (a z zyskiem ponad 800 mln pln byłby drugim pod względem zyskowności bankiem w Polsce).

Aby uczynić wskaźniki bardziej porównywalnymi, usunęliśmy z aktywów BPH PBK wartość firmy dawnego PKBL (348 mln pln). Pociągnęło to za sobą zmniejszenie kapitałów banku o tę kwotę, ale jednocześnie wyeliminowaliśmy z rachunku zysków i strat roczną ratę odpisu wartości firmy (58 mln pln).

Nawet jeżeli przyjmiemy powyższe założenia, to mimo wszystko pod względem zwrotu z kapitału BPH PBK odstawałby od Komerčni za sprawą większej bazy kapitałowej. Gdyby dodatkowo założyć (abstrahując od ograniczeń wynikających z umowy prywatyzacyjnej BPH oraz od wymogów kapitałowych stawianych przez polski nadzór bankowy), że na początku 2002 r. bank wypłacił 1000 mld ekstra dywidendy, to BPH PBK miałby ROE na poziomie 35% (w obliczeniach założyliśmy, że przychody odsetkowe netto zmniejszyłyby się o kwotę odpowiadającą „ekstra dywidendzie” pomnożonej przez średnią rentowność aktywów odsetkowych banku w 2002 r.).



## Porównanie faktycznych wyników BPH PBK i Komercni w 2002 r. oraz stworzonych scenariuszy

	BPH PBK	Komercni	BPH PBK „wyrezerwowany”	BPH PBK „wyrezerwowany i odchudzony”
Przychody odsetkowe netto	1 634	12 691	1 634	1 559
Przychody prowizyjne	586	8 595	586	586
Inne przychody	309	4 634	309	309
<b>Przychody ogółem</b>	<b>2 529</b>	<b>25 920</b>	<b>2 529</b>	<b>2 454</b>
Koszty osobowe	-757	-5 994	-757	-757
Koszty rzeczowe	-636	-7 552	-636	-636
Amortyzacja	-223	-2 371	-223	-223
Koszty ogółem	-1 617	-15 917	-1 617	-1 617
Zysk operacyjny	913	10 003	<b>913</b>	<b>838</b>
Rezerwy	-664	1 758	36	36
Pozostałe	-120	-2 735	-61	-61
<b>Zysk netto</b>	<b>130</b>	<b>9 026</b>	<b>888</b>	<b>813</b>
Aktywa	42 976	438 763	41 678	40 329
Kapitały	4 970	30 147	3 672	2 323
Liczba akcji	29	38	29	29

## Wyniki jako % średniorocznych aktywów

	BPH PBK	Komercni	BPH PBK „wyrezerwowany”	BPH PBK „wyrezerwowany i odchudzony”
Przychody odsetkowe netto	3,8%	2,9%	3,9%	3,9%
Przychody prowizyjne	1,4%	2,0%	1,4%	1,5%
Inne przychody	0,7%	1,1%	0,7%	0,8%
<b>Przychody ogółem</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>
Koszty osobowe	-1,8%	-1,4%	-1,8%	-1,9%
Koszty rzeczowe	-1,5%	-1,7%	-1,5%	-1,6%
Amortyzacja	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-4,0%</b>
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>
Rezerwy	-1,5%	0,4%	0,1%	0,1%
Pozostałe	-0,3%	-0,6%	-0,1%	-0,2%
<b>Zysk netto</b>	<b>0,30%</b>	<b>2,06%</b>	<b>2,13%</b>	<b>2,02%</b>
Lewar kapitałowy	11,6%	6,9%	8,8%	5,8%
<b>ROE</b>	<b>2,6%</b>	<b>29,9%</b>	<b>24,2%</b>	<b>35,0%</b>

Doprowadzenie wyników BPH PBK w 2002 r. do porównywalności z danymi Komercni Banka może służyć jako wstęp do analizy wskaźników wyceny polskiego banku. Jednak nawet nie dokonując przekształceń wyniku banku można zauważyć, że przy uwzględnieniu takich wskaźników jak Cena/Zysk operacyjny, Cena/Przychody czy Cena/Aktywa BPH PBK jest wyceniany z niewielkim (ok. 7-13%) dyskontem w stosunku do Komercni Banku. W przypadku porównywania danych banku „wyrezerwowanego” obserwujemy dyskonto podobnej wielkości przy powyższych wskaźnikach oraz przy wskaźniku P/E. Wskaźniki dla banku „wyrezerwowanego i odchudzonego” są o ok. 11-22% niższe niż dla Komercni Banku. Wydaje się, że dyskonto na poziomie 10% jest usprawiedliwione. W przypadku BPH PBK istnieje ryzyko, że w 2004 r. i w latach następnych saldo rezerw będzie przedstawiało się gorzej niż w Komercni Banku. Wydaje się, że nie można liczyć na to, aby zostało to zrekompensowane poprawą zysku operacyjnego. W obu krajach obserwowane będzie obniżenie marż bankowych, ale proces ten w większym stopniu dotknie BPH PBK, który ma niższe przychody prowizyjne i tym samym jest bardziej uzależniony od przychodów odsetkowych. Co prawda porównanie sugeruje istnienie pewnych rezerw kosztowych po stronie kosztowej (cały czas koszty personelu w BPH PBK są procentowo wyższe



niż w Komerčni, na pewną poprawę można liczyć w 2003 r.), ale wydaje się, że przeważą efekt spadających marż. Większy potencjał wzrostu w Polsce (niższy stopień ubankowienia) raczej nie da o sobie znać w najbliższych latach, tak więc przewidujemy, że dynamika wyników BPH PBK w następnych 5-ciu latach nie będzie wyższa niż w Komerčni.

**Wycena BPH i Komerčni Banku**

	<b>BPH PBK</b>	<b>Komerčni</b>	<b>BPH PBK „wyrezerwowany”</b>	<b>BPH PBK „wyrezerwowany i odchudzony”</b>
Cena (odpowiednio w pln i CZK)	235	2094	235	206 (*)
<b>P/BV</b>	1,35	2,25	1,67	1,94
P/E	52,1	8,8	7,6	7,3
<b>Cena/Zysk operacyjny</b>	7,4	8,0	7,4	7,1
Cena/Przychody	2,7	3,1	2,7	2,4
Cena/Aktywa	0,16	0,18	0,16	0,15

(\*) Cena rynkowa pomniejszona o dywidendę (netto po podatku)

**RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Przychody odsetkowe netto</b>	<b>1 771</b>	<b>1 094</b>	<b>1 075</b>	<b>1 045</b>	<b>1 014</b>	<b>1 093</b>	<b>1 101</b>
Przychody odsetkowe	4 850	4 616	2 872	2 771	2 668	2 810	2 920
Koszty odsetkowe	(3 079)	(3 522)	(1 797)	(1 725)	(1 655)	(1 717)	(1 819)
<b>Przychody pozaodsetkowe</b>	<b>1 028</b>	<b>1 648</b>	<b>1 474</b>	<b>1 265</b>	<b>1 257</b>	<b>1 303</b>	<b>1 373</b>
Wynik z prowizji	541	558	586	633	709	851	1 004
Wynik z pozycji wymiany	303	982	734	279	167	184	191
Wynik z operacji finansowych	185	108	154	353	380	267	177
<b>Wynik na działalności bankowej</b>	<b>2 799</b>	<b>2 742</b>	<b>2 549</b>	<b>2 310</b>	<b>2 270</b>	<b>2 396</b>	<b>2 474</b>
Inne przychody operacyjne netto	21	(14)	(19)	(13)	3	3	3
<b>Przychody bankowe ogółem</b>	<b>2 820</b>	<b>2 728</b>	<b>2 529</b>	<b>2 298</b>	<b>2 273</b>	<b>2 398</b>	<b>2 477</b>
<b>Koszty nieodsetkowe</b>	<b>(1 683)</b>	<b>(1 755)</b>	<b>(1 617)</b>	<b>(1 490)</b>	<b>(1 483)</b>	<b>(1 525)</b>	<b>(1 556)</b>
Koszty osobowe	(825)	(825)	(757)	(666)	(665)	(678)	(691)
Amortyzacja	(209)	(249)	(223)	(232)	(244)	(256)	(256)
Inne koszty	(649)	(681)	(636)	(592)	(574)	(591)	(609)
<b>Zysk operacyjny przed kosztami rezerw</b>	<b>1 136</b>	<b>973</b>	<b>913</b>	<b>808</b>	<b>790</b>	<b>873</b>	<b>921</b>
Saldo rezerw	(308)	(712)	(664)	(383)	(276)	(265)	(306)
<b>Zysk brutto</b>	<b>811</b>	<b>210</b>	<b>191</b>	<b>366</b>	<b>456</b>	<b>551</b>	<b>558</b>
Podatek dochodowy	(288)	126	(96)	(99)	(123)	(149)	(151)
<b>Zysk netto</b>	<b>523</b>	<b>336</b>	<b>130</b>	<b>306</b>	<b>374</b>	<b>447</b>	<b>456</b>
Dywidendy wypłacone	(129)	(109)	(40)	(287)	(1 292)	(144)	(144)

**PODSTAWOWE WSKAŹNIKI**

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%	2,2%	2,1%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	5,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,3%
Spread odsetkowy	4,3%	2,0%	2,3%	2,3%	2,1%	2,2%	2,1%
Koszty / Przychody	59,7%	64,3%	63,9%	64,8%	65,2%	63,6%	62,8%
Koszty / Aktywa	4,6%	4,2%	3,8%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%
Koszty osobowe / Przychody	29,3%	30,3%	29,9%	29,0%	29,3%	28,3%	27,9%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	27,1%	73,2%	72,7%	47,4%	34,9%	30,4%	33,3%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	1,7%	3,8%	3,6%	1,9%	1,2%	1,0%	1,0%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	37,2%	59,9%	57,5%	54,5%	55,4%	54,4%	55,5%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,1%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%	1,8%	1,7%
<b>ROE</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,8%</b>
<b>ROA</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>

**ROCZNA STOPA WZROSTU**

Zysk netto	63,2%	(35,9%)	(61,4%)	136,0%	22,3%	19,4%	2,0%
Zysk operacyjny	46,2%	(14,4%)	(6,2%)	(11,5%)	(2,2%)	10,5%	5,5%
Przychody bankowe ogółem	33,1%	(3,3%)	(7,3%)	(9,2%)	(1,1%)	5,5%	3,3%
Przychody odsetkowe netto	22,8%	(38,2%)	(1,7%)	(2,8%)	(3,0%)	7,8%	0,7%
Przychody pozaodsetkowe	55,2%	55,8%	(11,0%)	(13,9%)	0,5%	3,7%	5,4%
Koszty nieodsetkowe	25,5%	4,3%	(7,9%)	(7,9%)	(0,5%)	2,8%	2,0%

**BILANS, PLN (mln)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2 008	1 934	2 214	2 325	2 418	2 491	2 541
Należności od sektora finansowego	8 139	11 497	6 281	4 949	5 695	5 311	6 135
Dłużne papiery wartościowe	7 845	7 716	9 954	9 825	9 137	8 497	7 648
Kredyty i pożyczki	19 560	18 309	18 937	21 395	24 604	28 426	32 842
Akcje, udziały i inne inwestycje	825	533	511	573	641	706	762
Aktywa trwałe	1 762	1 720	1 645	1 687	1 738	1 773	1 808
Inne aktywa	859	1 683	3 018	3 264	3 502	3 678	3 861
<b>Razem aktywa</b>	<b>40 997</b>	<b>43 391</b>	<b>42 561</b>	<b>44 017</b>	<b>47 737</b>	<b>50 881</b>	<b>55 597</b>
Zobowiązania wobec sektora finansowego	6 525	7 362	6 214	6 462	6 721	7 326	7 985
Depozyty	27 349	28 667	27 465	28 015	31 080	34 188	37 607
Papiery wartościowe	162	166	78	311	497	646	840
Pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	2 156	2 251	3 808	3 969	4 091	4 219	4 351
Kapitały własne	4 806	4 945	4 995	5 261	5 348	4 502	4 814
Kapitał zakładowy	217	144	144	144	144	144	144
<b>Razem pasywa</b>	<b>40 997</b>	<b>43 391</b>	<b>42 561</b>	<b>44 017</b>	<b>47 737</b>	<b>50 881</b>	<b>55 597</b>

**ANALIZA AKTYWÓW**

Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	16,7%	20,4%	21,7%	20,4%	18,9%	17,3%	15,1%
Kredyty nieregularne / Aktywa	8,2%	9,1%	10,4%	11,0%	10,8%	10,6%	9,7%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	36,4%	42,1%	49,3%	50,4%	51,3%	52,3%	56,2%
Rezerwy / Kredyty ogółem	6,1%	8,6%	10,7%	10,3%	9,7%	9,0%	8,5%
Rezerwy / Aktywa	3,0%	3,8%	5,1%	5,6%	5,5%	5,6%	5,5%
Kredyty nieregularne nie pokryte rezerwami / Kapitały własne	44,5%	46,4%	44,8%	45,8%	46,9%	57,3%	49,1%

**WSKAZNIKI BILANSU**

Kapitały własne / Aktywa	11,7%	11,4%	11,7%	12,0%	11,2%	8,8%	8,7%
Kredyty / Aktywa	47,7%	42,2%	44,5%	48,6%	51,5%	55,9%	59,1%
Depozyty / Aktywa	66,7%	66,1%	64,5%	63,6%	65,1%	67,2%	67,6%
Kredyty / Depozyty	71,5%	63,9%	69,0%	76,4%	79,2%	83,1%	87,3%
Stopa wzrostu kredytów	13,5%	(6,4%)	3,4%	13,0%	15,0%	15,5%	15,5%
Stopa wzrostu depozytów	18,1%	4,8%	(4,2%)	2,0%	10,9%	10,0%	10,0%
Stopa wzrostu aktywów	25,0%	5,8%	(1,9%)	3,4%	8,5%	6,6%	9,3%

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BPH-PBK**

<b>Rekomendacja</b>	TRZYMAJ
<b>data wydania</b>	31-05-2002
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	298,00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	15 643

*EV* - dług netto + wartość rynkowa (*EV*- wartość ekonomiczna)

*EBIT* - Zysk operacyjny

*EBITDA* - zysk operacyjny plus amortyzacja

*BOOK VALUE* - wartość księgową

*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 księgową) - 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 wcześniejsza jej 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 bądź 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 metodę 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.