



RAPORT ANALITYCZNY

BZ WBK

Banki

ISSN 1508-308X

Warszawa, 01.08.03

Długodystansowiec

• Wbrew wcześniejszym obawom, wyniki 2 kw. w BZ WBK (po oczyszczeniu z wpływu zdarzeń jednorazowych czy corocznych) okazały się nieznacznie lepsze niż w 1 kw. Zysk netto na poziomie 61 mln pln został dobrze odebrany przez rynek. Naszym zdaniem wyniki potwierdziły opinie, że bank ma przed sobą bardzo trudny okres, ale dzięki dobremu zarządzaniu w długiej perspektywie jest najbardziej obiecującą inwestycją w polskim sektorze bankowym.

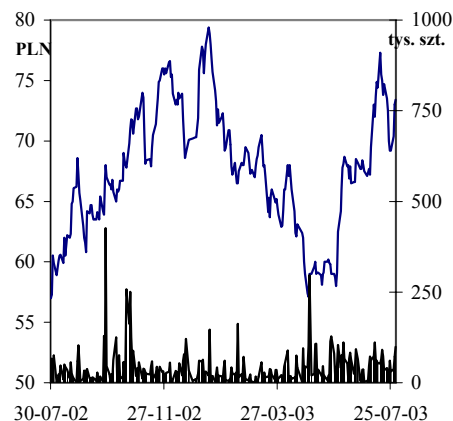
• Wzrost wolumenu kredytów utrzymuje wysokie tempo (+13% R/R, podobnie jak 3 miesiące temu), ale w sytuacji ożywienia gospodarczego, obserwowanego także przez bank, można oczekiwać przyśpieszenia akcji kredytowej. Bank jest zadowolony z rozwoju kredytów hipotecznych (w 2 kw. zostały przyznane kredyty o wartości 213 mln pln), ale koncentruje się na wolniej rosnącym segmencie kredytów denominowanych w złotówkach. Cieszy utrzymanie silnej pozycji na rynku kart kredytowych (+12% w 2 kw.) oraz wzrost kredytów dla biznesu. Istotną pozycją przychodów stają się dochody z tytułu zarządzania aktywami (13,6 mln pln w 2 kw.). Niestety nowe źródła przychodów i wzrost wolumenów nie jest w stanie zrekomensować spadających marż odsetkowych i pokryć wzrastających kosztów.

• Cały czas największym problemem jest wysoki poziom kosztów: do stosunkowo wysokich kosztów osobowych doszły ostatnio rekordowo wysokie koszty amortyzacji. Co prawda zarząd dostrzegł wagę tego problemu i zdecydował o 10-cio procentowej redukcji personelu, ale jednocześnie nastąpiły podwyżki płac (średnio o 3,5%).

• Ryzyko kredytowe pozostaje pod kontrolą, a biorąc pod uwagę zbliżające się ożywienie gospodarcze, wydaje się, że saldo rezerw nie powinno zaskoczyć negatywnie także i w drugiej połowie roku. Trudniej przewidywalną pozycją są rozliczenia podatkowe.

• Dokonaliśmy kilku zmian w prognozie na 2003 r i lata następne: w 2003 r. zmniejszyliśmy (niższe przychody z windykacji), a w latach 2004-2005 zwiększyliśmy (dochody z zarządzania aktywami) pozostałe przychody operacyjne (w pozycji tej uwzględniamy wynik ze sprzedaży, zaliczany przez bank do WNDB); zwiększyliśmy koszty (ze względu na podwyżkę płac oraz koszty odpraw), obniżyliśmy saldo rezerw. W wyniku tego nasza prognoza zysku netto w 2003 r. obniżyła się o 13%, a w 2004 i 2005 r. podwyższyła odpowiednio o 6% i 7%.

• Podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ i cenę docelową 77 pln



Rekomendacja: **AKUMULUJ**

Cena 73,0
Cena docelowa 77,0

Podstawowe dane

Ilość akcji (mln szt.) 73,0
Free float (mln zł) 1573
Kapitalizacja (mln zł) 5 326

Struktura akcjonariatu

AIB 70,5%
Inni 29,5%

Analizy

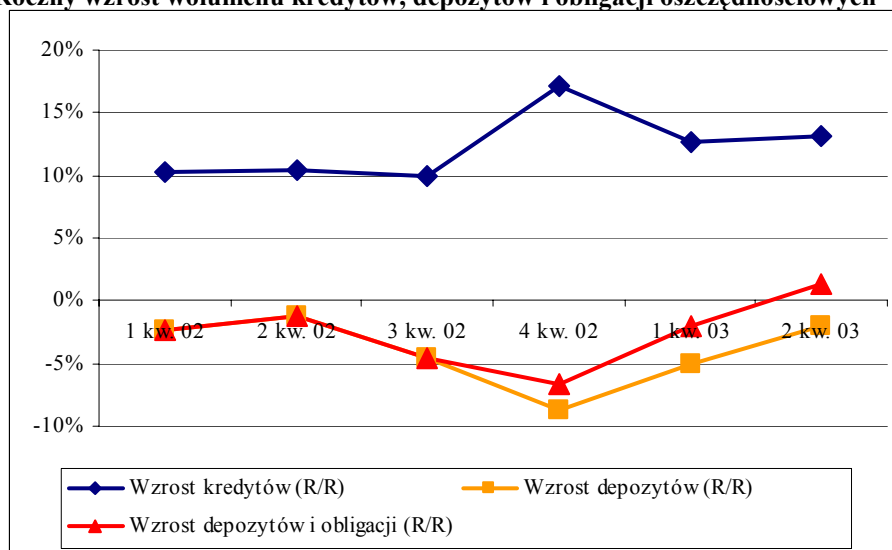
Andrzej Powierza
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
tel (22) 697 47 42
fax (22) 697 47 43

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

www.brebrokers.com.pl

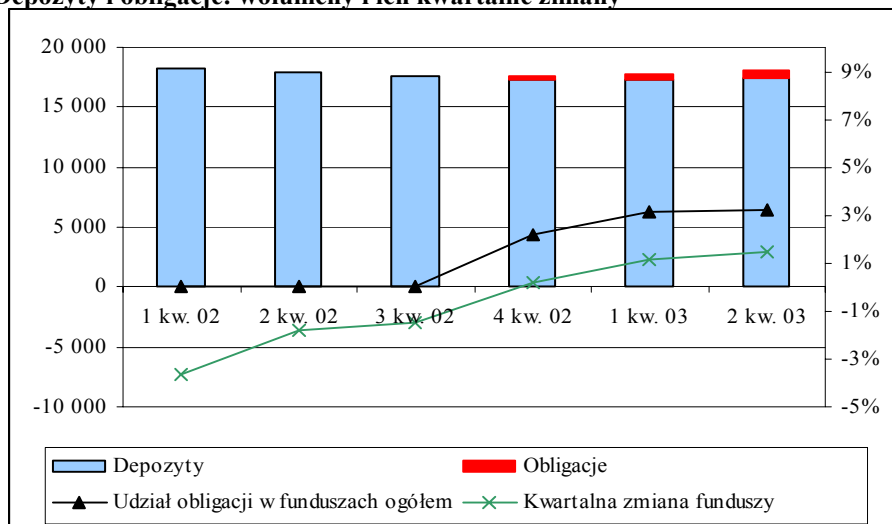
	Przychody odsetk.netto (mln pln)	Wynik na dział. bank. (mln pln)	Zysk brutto (mln pln)	Zysk netto (mln pln)	Ilość akcji (mln szt.)	EPS (pln)	Wzrost EPS (%)	P/E	BVPS (pln)	P/BV	DPS (pln)	Stopa dywidendy
2001	622	1 582	122	149	73	2,04	11,1%	35,9	29,53	2,5	0,42	0,6%
2002	819	1 709	389	273	73	3,74	83,6%	19,5	34,48	2,1	0,74	1,0%
2003P	787	1 626	293	211	73	2,89	-22,7%	25,3	36,03	2,0	0,80	1,1%
2004P	813	1 763	463	372	73	5,10	76,5%	14,3	40,33	1,8	1,00	1,4%
2005P	894	1 956	622	500	73	6,86	34,4%	10,6	46,19	1,6	1,20	1,6%

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.

Analiza bilansu – „plusy dodatnie” i „plusy ujemne”
Roczny wzrost wolumenu kredytów, depozytów i obligacji oszczędnościowych


Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

Analiza pozycji bilansowych banku (kredytów i depozytów) daje mieszany obraz. Bankowi udało się zahamować spadek depozytów. Ich wolumen wzrósł o 1,3% w porównaniu z 1 kw., a rocznie spadek wyniósł tylko 2%. Jeszcze lepiej przedstawia się sytuacja, kiedy analizujemy ogółem fundusze klientów uwzględniane w aktywach banku, a więc doliczamy obligacje oszczędnościowe. Co prawda udział obligacji w funduszach klientów ogółem jest cały czas bardzo mały (ok. 3,2%), ale dzięki pojawieniu się tej pozycji udało się przerwać spadki, notowane w zeszłym roku.

Depozyty i obligacje: wolumeny i ich kwartalne zmiany


Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

Cały czas następuje zjawisko przesuwania się oszczędności z lokat terminowych na rachunki bieżące, które w porównaniu z czerwcem 2002 r. zanotowały wzrost o 23%. Jest to zjawisko zrozumiałe jeśli chodzi o rachunki detaliczne (przy niskich stopach procentowych klienci preferują płynność nad odrobinę tylko wyższe odsetki), ale bank zauważył, że wzrosły także stany na rachunkach bieżących podmiotów gospodarczych (co ma być znakiem postępującego ożywienia gospodarczego). Efektem tego procesu jest obniżanie się kosztu pozyskania pieniądza przez bank.



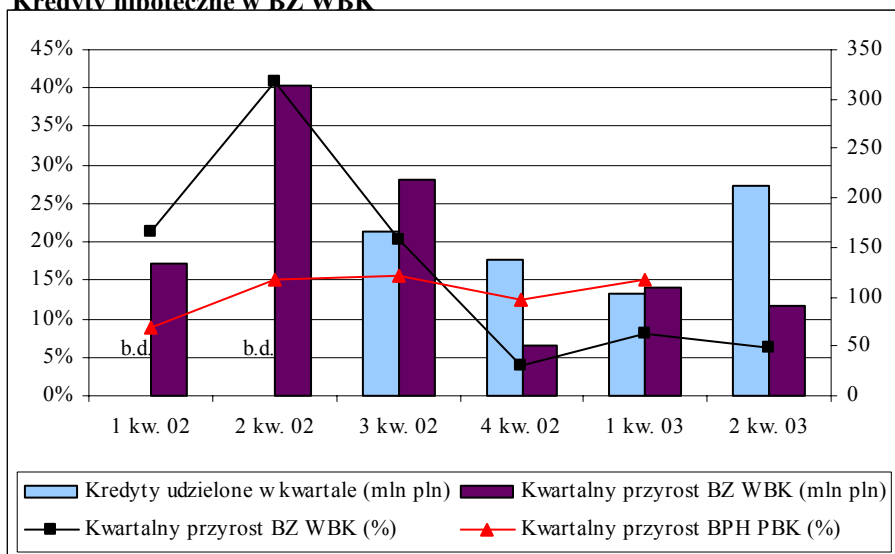
Coraz większa rola odgrywają również pozabilansowe aktywa klientów: środki zarządzane przez spółki z grupy wyniosły na koniec kwartału 1392 mln pln (w tym 1233 mln pln stanowiły aktywa funduszy inwestycyjnych), a więc 7,7% bilansowych funduszy klientów.

Kredyty w 2 kw. wzrosły o 3,2% w porównaniu do 1 kw., a roczne tempo wzrostu wyniosło 13%. Sam w sobie byłby to dobry wynik, ale oczekiwania wobec banku były wyższe. Oczekiwano, że BZ WBK, dzięki dobrej ocenie ryzyka kredytowego, będzie w stanie we właściwym momencie „odkręcić kurek z kredytami”. Wydaje się, że taki moment właśnie nastąpił w 2 kw., a tymczasem akcja kredytowa rośnie wolniej niż w 4 kw. i tylko o 3 p.p. szybciej niż w najtrudniejszych kwartałach 2002 r.

Według komentarza banku, motorem wzrostu były kredyty hipoteczne, zadłużenie w ramach kart kredytowych i kredyty dla podmiotów gospodarczych (w tym hipoteczne kredyty dla firm, których wolumen osiągnął na koniec półrocza 121 mln pln).

Na koniec 1 kw. wolumen kredytów hipotecznych wynosił 1,46 mld pln a na koniec 2 kw. – 1,55 mld pln, a więc wzrósł o ok. 90 mln (+6,3%). Jednocześnie w komentarzu do raportu kwartalnego bank podał, że w 2 kw. udzielono kredytów o wartości 213 mln pln. Ta liczba określa wartość kredytów przyznanych w danym okresie, a nie zawsze jeszcze uruchomionych i dlatego jest różna od salda stanów na początek i koniec okresu. Wyraźny wzrost udzielonych kredytów w 2 kw. daje podstawę, aby liczyć na wzrost wolumenów w 3 kw. W połączeniu z ożywieniem na rynku korporacyjnym, pozwala to nam podtrzymać prognozę wzrostu kredytów w 2003 na poziomie 20%.

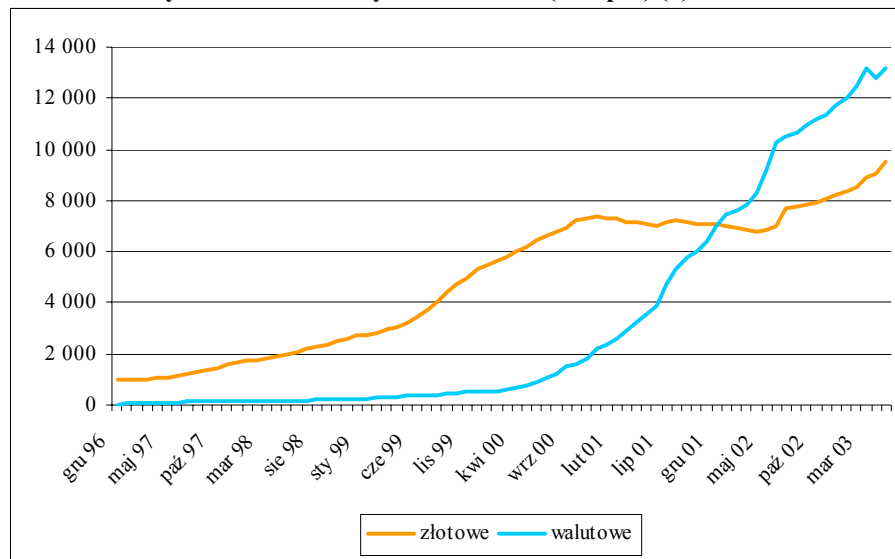
Kredyty hipoteczne w BZ WBK



Źródło: BZ WBK, BPH PBK, DI BRE Banku

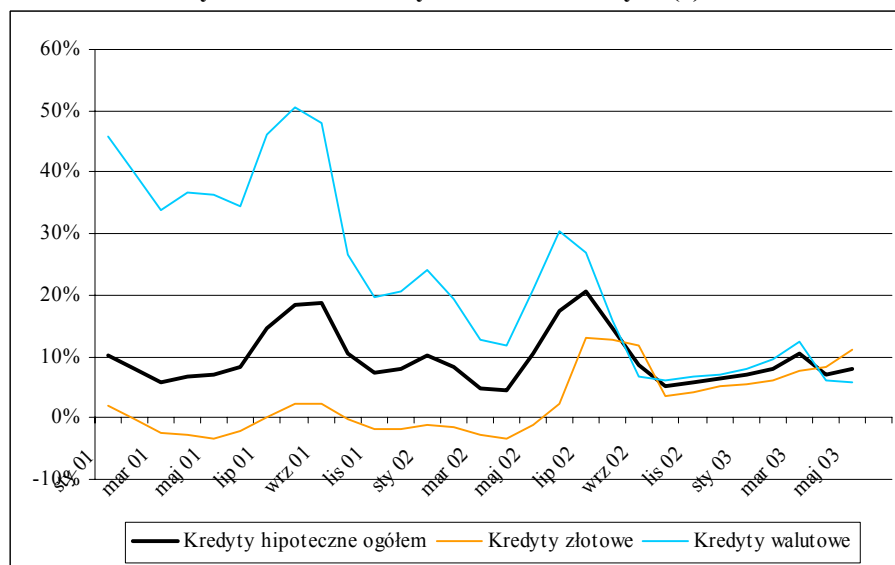
BZ WBK postawił na promowanie kredytów złotych, uważając kredyty walutowe za zbyt niebezpieczne dla klientów, i w rezultacie, także dla banku. Niewątpliwie skończył się już okres kiedy na rynku dominowały kredyty walutowe. Od połowy 2002 r., kiedy spadek oprocentowania plus zmiana polityki banku zachęciły klientów do pożyczania w złotych, wolumen kredytów złotych ponownie rośnie. Cały czas jednak ponad 2/3 kredytów mieszkaniowych stanowią kredyty walutowe i indeksowane walutowo, co oznacza, że mimo podobnych procentowo stóp wzrostu, nominalnie więcej jest udzielanych kredytów walutowych.

Wolumen kredytów mieszkaniowych w sektorze (mln pln) (*)



Źródło: NBP, DI BRE Banku

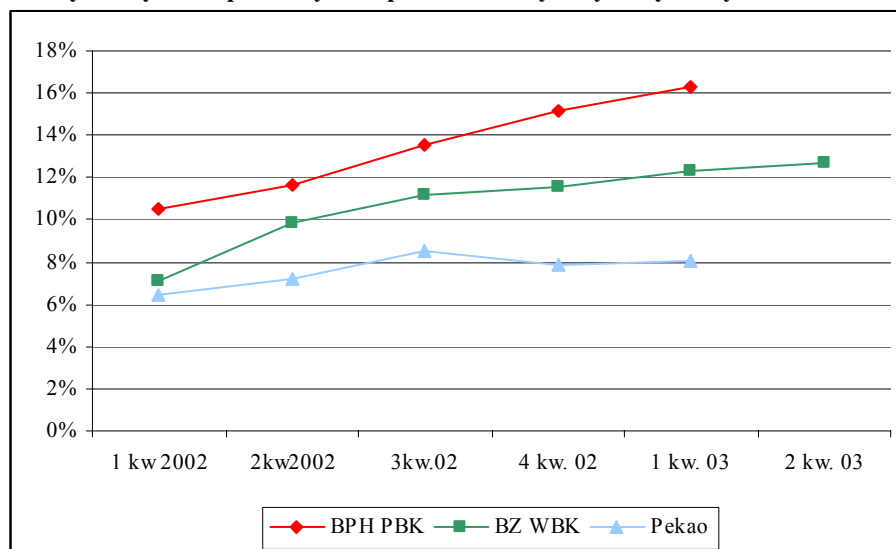
Kwartałne wzrosty wolumenów kredytów mieszkaniowych (*)



Źródło: NBP, DI BRE Banku

(*) Do maja 2003 kredyty indeksowane kursem walut były prezentowane jako kredyty złotowe, a od czerwca są klasyfikowane jako kredyty walutowe. Na wykresach przedstawiamy dane do maja – na podstawie danych czwrcowych można stwierdzić, że prawdziwy wolumen kredytów narażonych na ryzyko walutowe jest o ponad 2 mld większy, a udział kredytów walutowych i indeksowanych walutowo wynosi 69%.

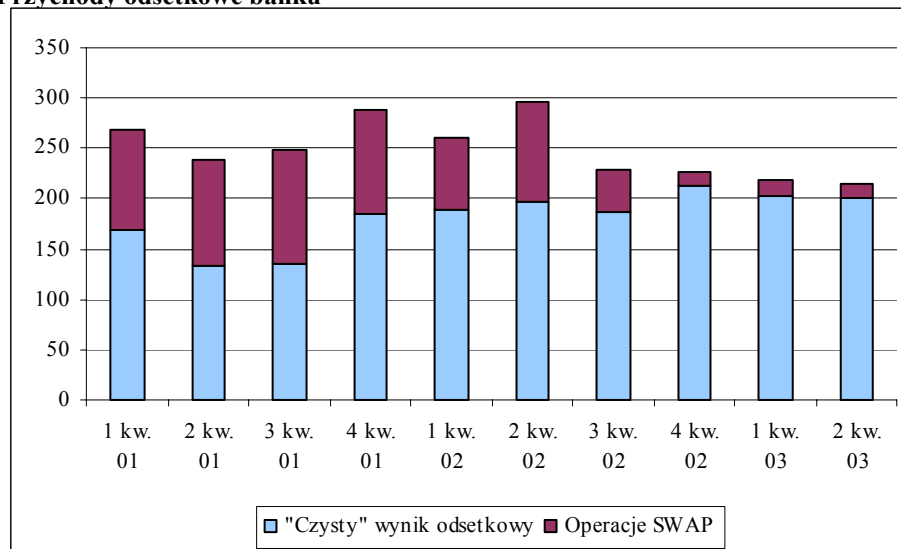
Banki koncentrujące się na kredytach złotych skazane są na mniejsze dynamiki. Być może w dłuższej perspektywie jest to właściwa strategia, ale jak widać w porównaniu wzrostów BZ WBK i BPH PBK, na krótszą metę nie popłaca. W zeszłym roku BZ WBK udało się znacząco zwiększyć udział kredytów hipotecznych w portfelu i wydawało się, że pod tym względem szybko dogoni BPH PBK, ale od 4 kw. pozycja BPH PBK na rynku uległa znaczącej poprawie i dystans się powiększa.

Udziały kredytów hipotecznych w portfelu kredytowym wybranych banków


Źródło: BZ WBK, BPH PBK, Pekao, DI BRE Banku

Przychody

Marża odsetkowa spadła tylko o 10 pb i wyniosła 3,2% w porównaniu z 3,3 w 1 kw (uwzględniając operacje SWAP, było to odpowiednio 3,4% i 3,5%). Przy aktywach rosnących tylko o 1,8% dało to nominalnie przychody odsetkowe o 1,2% (1,8% uwzględniając SWAP) niższe niż w 1 kw (w porównaniu z 2 kw. 2002 zmiany wyniosły odpowiednio +2,2% i -27,4%).

Przychody odsetkowe banku


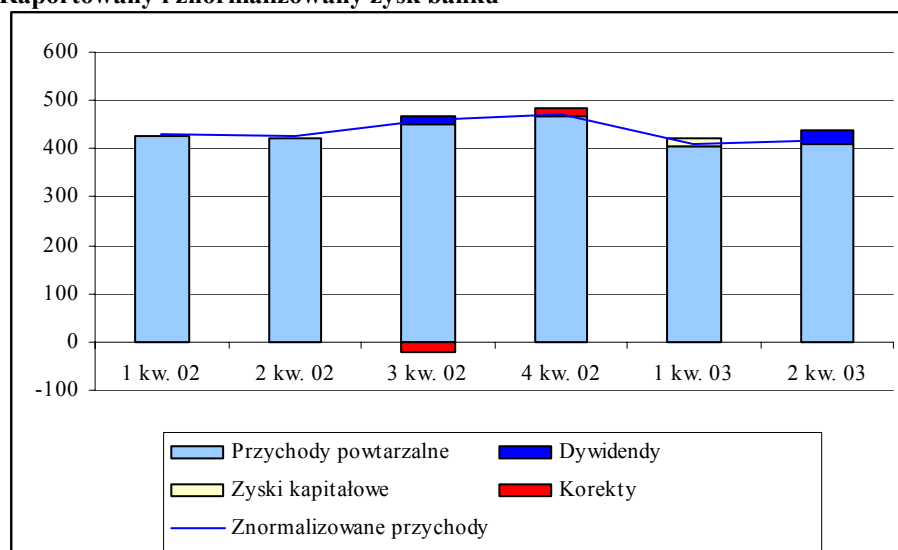
Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

Stopniowo rosną przychody z opłat i prowizji (+1,6 kw/kw i 7,2% R/R), do czego oprócz akcji kredytowej przyczynia się sprzedaż kart kredytowych (rekordowy wzrost kwartalny liczby kart o 12% w 2 kw.) i funduszy inwestycyjnych.

Wynik z operacji finansowych zawiera w sobie 26 mln przychodów z dywidend (w tym 21 z CU) – co roku bank uzyskuje z tego tytułu przychody, tak więc wydaje się, że nie można tych przychodów traktować jako niepowtarzalne, a obliczając znormalizowany wynik należałoby uwzględniać w każdym kwartale ¼ tych przychodów.



Raportowany i znormalizowany zysk banku



Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

Tak obliczony znormalizowane przychody wyniosły w 2 kw. 417,8 mln pln i były o 7 mln pln wyższe niż w 1 kw.

Wzrost przychodów w porównaniu z 1 kw. wyniósł 16 mln pln, z tego 9 mln pln wynikało z różnicy pomiędzy przychodami z dywidend i odnotowanym w 1 kw. zyskiem ma sprzedaży Polsoftu, 3 mln pln spadku z mniejszych przychodów odsetkowych (4 mln w uwzględnieniu SWAPów), 2 mln pln z wzrostu przychodów prowizyjnych i 4 mln pln z wzrostu przychodów z pozycji wymiany (wzrost o 13% był wytłumaczony przez bank wyższymi obrotami z tytułu operacji zagranicznych). Wzrosły także przychody z zarządzania aktywami (wyniosły 13,6 mln pln, w tym 3,5 mln pln z tytułu otrzymania przez NFI Magna Polonia wynagrodzenia za zarządzanie funduszem w l. 1995-2000, w 1 kw. przychody te wynosiły 8,8 mln pln).

Analiza zmian wyniku w 2 kw.

Przychody - 1 kw.	421,2
Zmiana wyniku odsetkowego	-4,0
Zmiana wyniku z opłat i prowizji	2,0
Zmiana wyniku z zarządzania aktywami	4,8
Zmiana wyniku z pozycji wymiany	4,1
Dywidendy	26,0
Polsoft	-17,4
Pozostałe	0,7
Przychody - 2 kw.	437,3

Źródło: BZ WBK, DI BRE Banku

Koszty

Koszty działania kwartalnie wzrosły o 3%, co było efektem podwyżki płac średnio o 3,5% - wydaje się, że w sytuacji niższych niż przed rokiem wyników finansowych, zapowiadanych redukcji oraz braku presji na podwyżkę płac, podwyżka płac była zbyt dużą rozrzutnością ze strony władz banku. Zdaniem banku wytłumaczeniem podwyżki był fakt, że płace nie były podwyższane od dwóch lat.

W sytuacji obniżających się marż, wolno rosnących wolumenów, a kosztów rezerw obniżających się w całym sektorze, na zróżnicowanie wyników banków w 2003 r. najbardziej wpływa poziom kosztów, a pod tym względem BZ WBK wyróżnia się negatywnie na tle innych banków.



Szczęśliwie zarząd banku zdaje sobie z tego sprawę. Bank poinformował ostatnio, że zarząd podjął uchwałę o zwolnieniach grupowych. Ustalono, że do końca 2003 r. dodatkowe zwolnienia grupowe obejmą 980 pracowników, zarówno w sieci placówek jak i w centrali. W lakonicznym komunikacie stwierdzono, że decyzje te zwiększą efektywność i konkurencyjność BZ WBK na rynku bankowym. Prasa pisze, że motywem decyzji jest trudna sytuacja na rynku bankowym, wynikająca ze spadających marż i niskiego wzrostu gospodarczego. Jednak przedstawiciel banku nie zgodził się z taką opinią. Jego zdaniem bank widzi oznaki ożywienia, a oszczędności mają raczej pozwolić w pełni wykorzystać szanse jakie stworzy ożywienie gospodarcze – tak więc nie do końca słuszne jest zestawianie tych redukcji zatrudnienia z przeprowadzanymi przez ING BSK, których powodem była trudna sytuacja rynkowa.

Zwolnienie 980 pracowników oznacza redukcję zatrudnienia o 11%. Optymistycznie licząc sądziliśmy, że pociągnie to za sobą zmniejszenie kosztów o ok. 10%, czyli ok. 50 mln pln, począwszy od 2004 r., jednak AIB w swojej prezentacji szacuje oszczędności na 8%. Koszty odpraw mają być rozliczone w br. (bank zasignalizował, że być może częściowo do ich pokrycia użyte zostaną wcześniej utworzone rezerwy). Redukcja kosztów nie ograniczy się do kosztów osobowych. Bank dokona przeglądu placówek (nowy system informatyczny ułatwia szacowanie opłacalności poszczególnych oddziałów), a planowane oszczędności w zakresie kosztów rzeczowych mogą być zbliżone do oszczędności w zakresie kosztów osobowych.

Nieznane są szczegóły programu redukcji kosztów – wydaje się, że póki co zapadła decyzja strategiczna, podjęta pod wpływem porównania wskaźników kosztów BZ WBK i innych banków. Na podstawie analizy zatrudnienia i innych kosztów w pozostałych bankach zarząd BZ WBK wyznaczył cel, który teraz trzeba będzie przełożyć na konkretne decyzje kadrowe i organizacyjne.

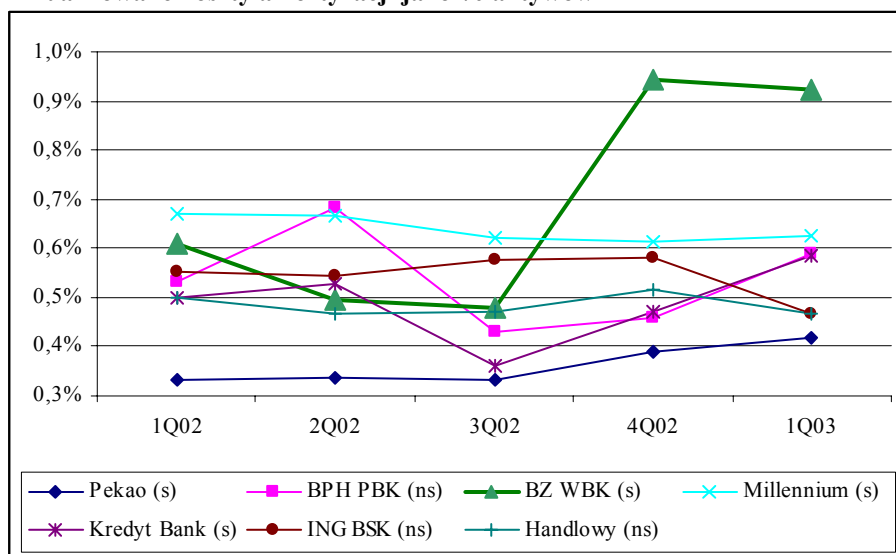
2002	BZ WBK	Pekao	BPH PBK	Millennium
Aktywa (mln pln)	24 913	65 084	42 561	18 726
Liczba pracowników	9 116	18 422	11 536	5 046
Aktywa na pracownika (mln pln)	2,7	3,5	3,7	3,7
Koszty osobowe / Średnie aktywa	-2,2%	-1,6%	-1,8%	-2,1%
Koszty osobowe / Przychody	-31%	-23%	-30%	-29%

2004 P (*)	BZ WBK	Pekao	BPH PBK	Millennium
Aktywa (mln pln)	29 066	70 690	47 684	24 619
Liczba pracowników	8 136	16 000	10 407	5 046
Aktywa na pracownika (mln pln)	3,6	4,4	4,6	4,9
Koszty osobowe / Średnie aktywa	-1,8%	-1,6%	-1,5%	-1,6%
Koszty osobowe/Przychody	-27%	-26%	-29%	-31%

Źródło: banki, DI BRE Banku

(*) Uwzględniając zapowiedziane i oczekiwane przez nas redukcje zatrudnienia

Rygorystyczne podejście do kosztów jest niezbędne, ponieważ amortyzacja nowego systemu informatycznego bardzo obciąża wyniki banku. Koszty amortyzacji znacząco wzrosły w banku w ostatnich kwartałach. Z podobnym procesem mieliśmy do czynienia także w Kredyt Banku, Pekao i w pewnym stopniu BPH PBK, ale annualizowane koszty amortyzacji odniesione do aktywów są w BZ WBK najwyższe. Według wyjaśnień banku, mają zmniejszyć się w 2005 r., kiedy zakończone będzie amortyzowanie części systemu ICBS (hardware), można jednaką zastanawiać się, czy nie będzie potrzebne zastąpienie części urządzeń bardziej nowoczesnymi (zdaniem banku szybkość obecnych procesorów będzie wystarczająca, ale wzrost zapotrzebowania w tym zakresie następuje często szybciej niż wcześniej sądzono).

Annualizowane koszty amortyzacji jako % aktywów


Źródło: banki, DI BRE Banku

Zysk operacyjny, rezerwy oraz zysk brutto i netto

Zysk operacyjny (przed rezerwami) wyniósł 119 mln pln (+11% kw/kw, -5%R/R), a więc pomijając wpływ czynników jednorazowych był o ok. 3 mln pln wyższy niż w 1 kw. (+3%).

Bank podał, że na koniec czerwca należności zaklasyfikowane jako zagrożone stanowiły 14,5% portfela kredytowego brutto, a po uwzględnieniu kredytów uznanych za technicznie zagrożone (czyli gwarantowanych przez wiarygodną jednostkę dominującą danego podmiotu) wskaźnik ten obniża się do 12,8%. Pozwoliło to obniżyć saldo rezerw, które wyniosło 32 mln pln, a więc 15% mniej niż kwartał temu. O ile jeszcze parę miesięcy temu prasa donosiła o wypowiedziach prezesa Ksenia sygnalizujących możliwość tworzenia dodatkowych rezerw, to obecnie bank prezentuje optymistyczne nastawienie i uważa, że sytuacja gospodarcza nie będzie wymuszać takich kroków.

Przy niższych kosztach rezerw wynik brutto był wyższy o 24% niż w 1 kw., ale dalej niższy niż przed rokiem (-0,2%). Podobnie przedstawiał się wynik netto (+26% kw/kw, -16% R/R).

Zmiana prognozy, utrzymanie rekomendacji

Pod wpływem analizy wyników kwartalnych zdecydowaliśmy się dokonać korekt naszej prognozy wyników banku na 2003 r. i lata następne. Dotyczyły one głównie pozostałych przychodów operacyjnych oraz kosztów działania:

- w 2003 r. zmniejszyliśmy pozostałe przychody operacyjne, ponieważ nie spełniły się nasze nadzieje, że w tej pozycji zobaczy przychody wynikające z udanej windykacji części należności;
- w latach 2004-2005 zwiększyliśmy pozostałe przychody, ponieważ w pozycji tej uwzględniamy wynik ze sprzedaży, na który składają się dochody z zarządzania aktywami spółek zależnych (wynik ten bank zalicza do WNDB) – dynamiczny wzrost wolumenów funduszy inwestycyjnych pozwala wierzyć, że firmy zależne specjalizujące się w zarządzaniu aktywami, będą generować coraz większe przychody;
- ze względu na podwyżkę płac w prognozie na 2003 i lata następne zwiększyliśmy koszty (na koszty b.r. wpłyną też koszty odpraw);
- obniżyliśmy także prognozę salda rezerw.

W wyniku powyższych zmian nasza prognoza zysku netto w 2003 r. obniżyła się o 13% (do 211 mln pln), a w 2004 i 2005 r. podwyższyła się odpowiednio o 6% i 7% (372 i 500 mln pln).



	2001	2002	2003	2003	Zmiana	2004	2004	Zmiana	2005	2005	Zmiana
			nowa pr.	stara pr.		nowa pr.	stara pr.		nowa pr.	stara pr.	
Przychody odsetkowe netto	622	819	787	783	0%	813	824	-1%	894	910	-2%
Przychody pozaodsetkowe	960	890	839	849	-1%	950	959	-1%	1 062	1 068	-1%
Wynik z prowizji	402	464	520	511	2%	608	597	2%	699	687	2%
Wynik z pozycji wymiany	137	148	156	159	-2%	187	190	-2%	215	219	-2%
Wynik z operacji finansowych	422	277	164	180	-9%	155	171	-9%	148	163	-9%
Wynik na działalności bankowej	1 582	1 709	1 626	1 633	0%	1 763	1 783	-1%	1 956	1 979	-1%
Inne przychody operacyjne netto	(9)	75	65	87	-25%	78	52	50%	94	55	72%
Przychody bankowe ogółem	1 573	1 784	1 691	1 719	-2%	1 841	1 835	0%	2 050	2 033	1%
Koszty nieodsetkowe	(1 244)	(1 229)	(1 278)	(1 246)	3%	(1 243)	(1 229)	1%	(1 263)	(1 286)	-2%
Koszty osobowe	(620)	(548)	(561)	(529)	6%	(501)	(487)	3%	(523)	(511)	2%
Amortyzacja	(135)	(161)	(218)	(218)	0%	(229)	(229)	0%	(206)	(240)	-14%
Inne koszty	(489)	(520)	(499)	(499)	0%	(514)	(514)	0%	(534)	(534)	0%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	330	555	413	473	-13%	598	605	-1%	786	748	5%
Saldo rezerw	(205)	(169)	(123)	(137)	-10%	(134)	(168)	-20%	(164)	(164)	0%
Zysk brutto	122	389	293	336	-13%	463	437	6%	622	583	7%
Podatek dochodowy	26	(113)	(79)	(91)	-13%	(88)	(83)	6%	(118)	(111)	7%
Zysk netto	149	273	211	242	-13%	372	351	6%	500	469	7%
Dywidendy wypłacone	(31)	(54)	(58)	(88)	-33%	(73)	(139)	-47%	(88)	(157)	-44%

	2001	2002	2003	2003	2004	2004	2005	2005
			nowa pr.	stara pr.	nowa pr.	stara pr.	nowa pr.	stara pr.
Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	2,6%	3,3%	3,1%	3,1%	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	2,9%	3,7%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,3%
Spread odsetkowy	2,2%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%
Koszty / Przychody	79,1%	68,9%	75,6%	72,5%	67,5%	67,0%	61,6%	63,2%
Koszty / Aktywa	5,3%	4,9%	5,0%	4,9%	4,5%	4,4%	4,1%	4,2%
Koszty osobowe / Przychody	39,4%	30,7%	33,2%	30,8%	27,2%	26,5%	25,5%	25,1%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	62,2%	30,5%	29,9%	29,0%	22,5%	27,8%	20,9%	22,0%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	2,0%	1,5%	0,9%	1,0%	0,8%	1,0%	0,8%	0,8%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	86,6%	75,9%	80,4%	79,1%	84,7%	84,8%	85,9%	86,3%
Zysk operacyjny / Aktywa	1,4%	2,2%	1,6%	1,9%	2,2%	2,2%	2,5%	2,4%
ROE	7,1%	11,7%	8,2%	9,4%	13,4%	12,6%	15,8%	15,2%
ROA	0,6%	1,1%	0,8%	0,9%	1,3%	1,3%	1,6%	1,5%

W ostatnim okresie byliśmy rozczarowani wolnym rozwojem akcji kredytowej banku i wysokim poziomem kosztów. Być może błędem z naszej strony było oczekiwanie, że konserwatywny bank, jakim jest BZ WBK, zdecyduje się na większą akcję kredytową na samym początku ożywienia gospodarczego. Drugim powodem do niepokoju był brak reakcji banku na spadające przychody i rosnący wskaźnik Koszty/Przychody. Podjęcie decyzji o zwolnieniach pozwala odzyskać wiarę z zarząd banku. Można wierzyć, że postawiony cel zostanie zrealizowany, a zwolnienia nie ograniczą zdolności banku do generowania przychodów.

Wyniki 2 kw. utwierdziły nas w przekonaniu, że BZ WBK jest dobrą inwestycją dla inwestorów długoterminowych. Sprawny zarząd, trafne wybranie segmentów rynku i konsekwentne zdobywanie w nich mocnej pozycji pozwala wierzyć, że bank będzie osiągał w przyszłości zwrot z kapitału (ROE) wyższy niż średnia w polskim sektorze bankowym (którą szacujemy na 15%). Jednak z przyczyn zewnętrznych (wolny wzrost aktywów sektora) oraz wewnętrznych (wolny wzrost przychodów, zbyt późne dostrzeżenie zbyt wysokich kosztów) najbliższe kwartały będą bardzo trudne dla banku, co może niekorzystnie przełożyć się na kurs po publikacji wyników najbliższych kwartałów. Z drugiej strony wydaje się, że rynek spodziewa się słabych wyników w 2003 r. i ryzyko negatywnej niespodzianki jest mniejsze niż w przypadku banków, w stosunku do których oczekiwania rosną (np. BPH PBK). Dlatego podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ BZ WBK.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące BZ WBK S.A.**

Rekomendacja	AKUMULUJ
data wydania	14-10-2002
kurs z dnia rekomendacji	66,70
WIG w dniu rekomendacji	13186,73

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny plus amortyzacją

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.



**DOM INWESTYCYJNY
BRE BANKU S.A.**

Warszawa – ul. Wspólna 47/49, 00-950 Warszawa, skr. pocztowa 21

	TELEFON (0-22)	FAX (0-22)
Centrala i informacja	697-49-00	697-49-44
Kierownik Punktu Obsługi Klientów	697-48-33	697-48-75
Obsługa Rynku Niepublicznego	697-48-16	697-48-14
Sekretariat Biura	697-47-00	697-47-01
Dep. Sprzedaży Instytucjonalnej	697-49-10	697-49-61
Departament Analiz	697-47-37	697-47-43
Departament Rynku Pierwotnego	697-47-22	697-47-05
Departament Rozliczeń Finansowych	697-49-07 do 09	697-48-14
Zespół Zleceń Telefonicznych	697-49-49	697-48-58

PUNKT OBSŁUGI	ADRES	TELEFON	FAX
BIELSKO-BIAŁA	Pl. Wolności 7, 43-304 Bielsko-Biała	(33) 813-93-50	(33) 813-93-55
BYDGOSZCZ	ul. Grodzka 17, 85-109 Bydgoszcz	(52) 584-31-51	(52) 584-31-52
GDAŃSK	ul. Okopowa 7, 80-819 Gdańsk	(58) 346-24-21	(58) 301-15-51
KATOWICE	ul. Powstańców 43, 40-024 Katowice	(32) 200-64-81	(32) 200-64-80
KRAKÓW	ul. Augustańska 15, 31-064 Kraków	(12) 618-45-84	(12) 618-45-85
LUBLIN	ul. Krakowskie Przedmieście 6, 20-954	(81) 532-94-13	(81) 532-94-42
ŁÓDŹ	ul. Piotrkowska 148/150, 90-063 Łódź	(42) 636-15-27	(42) 636-27-00
OLSZTYN	ul. Głowackiego 28, 10-448 Olsztyn	(89) 522-03-41	(89) 522-03-42
POZNAŃ	ul. Szyperska 20/21, 60-967 Poznań	(61) 856-86-36	(61) 856-86-36
RZESZÓW	ul. Sokoła 6, 35-010 Rzeszów	(17) 850-38-10	(17) 852-66-50
SZCZECIN	ul. Tkacka 55, 70-556 Szczecin	(91) 488-39-82	(91) 488-39-63
WROCLAW	ul. Podwale 62A, 50-010 Wrocław	(71) 342-15-68	(71) 341-88-79