



# RAPORT ANALITYCZNY

## Pekao

### Banki

ISSN 1508-308X

Warszawa, 23.02.04

### Tym razem nie Pioneer

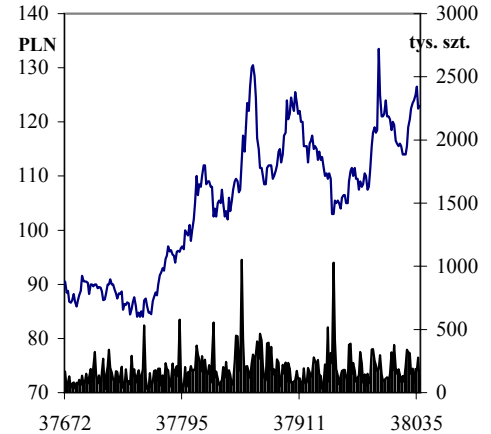
• Niemalże tradycyjnie wyniki kwartalne pokazały słabość Pekao. W dalszym ciągu bank traci klientów detalicznych (w 4 kw. ubyło 135 tys. rachunków i 87 tys. kart płatniczych), kurczy mu się portfel kredytowy (-2,9%) i wolumen depozytów (wliczając obligacje, spadek wyniósł 3,3%). Ze względu na gorszy kwartał funduszy inwestycyjnych, Pioneer nie był w stanie zrównoważyć tych nagatywów, tak pod względem wolumenu (aktywa zarządzanych funduszy wzrosły tylko o 1,8%, w wyniku czego oszczędności ogółem spadły o 1,7%), ani wyniku (przychody prowizyjne spadły 7,8%).

• Lekko zwiększone marże odsetkowe i mniejsze straty na obligacjach, pozwoliły zwiększyć przychody w stosunku do 3 kw. (+2,0%). Jednak koszty, przede wszystkim za sprawą wyższej amortyzacji, wzrosły bardziej (+4,6%) i zysk operacyjny kolejny raz spadł (-1,6%). W porównaniu do poprzednich kwartałów zwiększyły się koszty rezerw (-183 mln pln vs. -74 mln pln w 3 kw.), powodując spadek zysku brutto (-35%) i netto (-36%). Bankowi udało się zneutralizować efekt przeliczenia aktywów podatkowych i mimo związanych z tym kosztów, bank zanotował efektywną stawkę podatkową (26%) zbliżoną do stawki ustawowej.

• W całym 2003 r. sam bank zarobił mniej niż w roku ubiegłym, a zwiększenie zysku grupy wynika z lepszych wyników spółek zależnych. Jednak cały czas Pekao jest najbardziej rentownym dużym bankiem giełdowym, a to, że dzieje się tak mimo "przegapienia" przez bank wzrostu rynku, może być przewrotnie odebrane jako pozytyw, ponieważ pokazuje, że bank ma możliwość zwiększyć rentowność, jeżeli przestanie tracić rynek.

• Bank zapowiedział, że w 2004 r. koncentruje się na kredytach hipotecznych i dla małych/średnich firm (MSP), na funduszach inwestycyjnych i kartach kredytowych. Co do zasady podoba nam się przedstawiona strategia. Problemem jest, czy bankowi uda się zrealizować postawione przed sobą zadania. Mimo wielu zastrzeżeń (które przedstawiamy w raporcie), po raz pierwszy od paru kwartałów mamy wrażenie, że prezentacja Pekao przyniosła coś więcej niż tylko słowa. Naszym zdaniem nowy zarząd rozumie, jakimi metodami można osiągnąć zmianę kursu banku. To z jednej strony lepsze produkty, a drugiej właściwe zmotywowanie pracowników. (Zarząd nie tylko powiązał ogólne cele biznesowe z celami w indywidualnych programach MBO, ale także przeprowadził serię spotkań z managementem średniego szczebla, aby pokazać, jakie są oczekiwania.)

• Wydaje się, że nowy zarząd oceniamy lepiej niż inni krajowi obserwatorzy, którzy są rozczarowani brakiem twardych liczb i "miękkim stylem" zarządzania, prezentowanym przez prezesa. Kto ma rację, przekonamy się najwcześniej za pół roku (pierwszy kwartał, naszym zdaniem, nie przyniesie przełomu). Do tego czasu nie spodziewamy się zbyt pozytywnego newsflowu, ale uważamy, że ewentualne słabości kursu należałoby wykorzystać do zbierania akcji. Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ.



### Rekomendacja TRZYMAJ

Cena 123  
Wycena 104

### Podstawowe dane

Ilość akcji (mln. szt.) 166,1  
Free float (mln. zł) 8 072  
Kapitalizacja (mln. zł) 20 433

### Struktura akcjonariatu

UCI 53,05%  
EBOiR 3,31%  
Skarb Państwa 4,14%  
Pozostali akcjonariusze 39,51%

### Analitycy

Andrzej Powierza  
Doradca Inwestycyjny  
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		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 (%)
	odsetk.netto (mln pln)	WNDB (mln pln)										
2001	2 890	4 796	1 766	1 252	165,7	7,6	48%	16	41	3,0	3,8	3,1%
2002	2 868	4 798	1 173	770	165,7	4,6	-39%	26	42	2,9	4,2	3,4%
2003P	2 375	4 073	1 279	919	166,1	5,5	19%	22	43	2,9	4,6	3,7%
2004P	2 226	4 194	1 437	1 151	166,6	6,9	25%	18	45	2,7	6,0	4,9%
2005P	2 071	4 249	1 485	1 204	166,6	7,2	4%	17	47	2,6	7,0	5,7%

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.

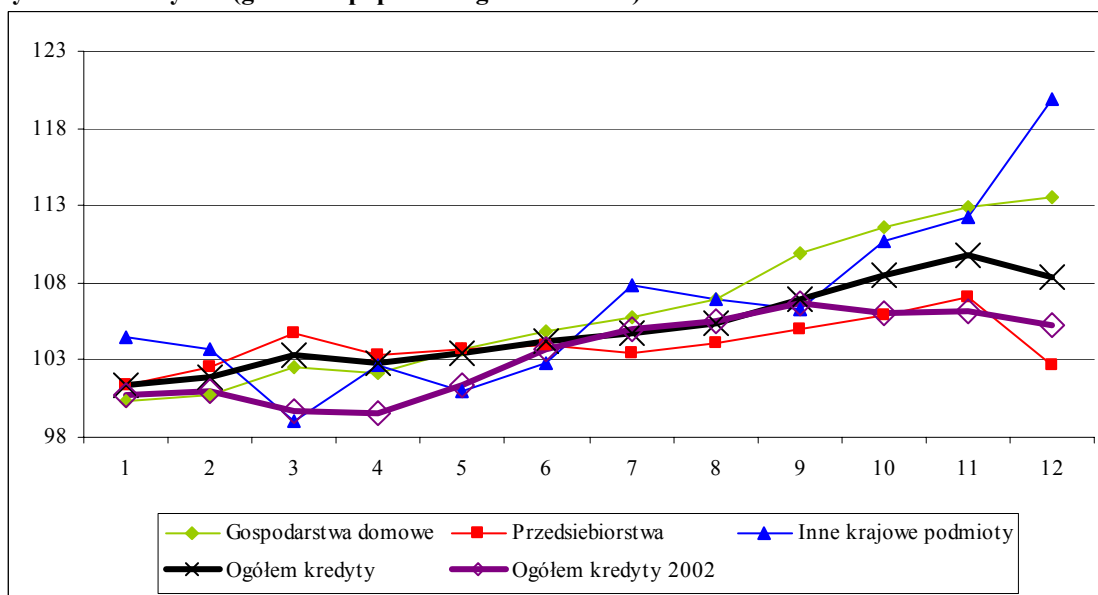
**Skąd przychodzimy (wyniki 4 kw. 2003 r.)****Wyniki kwartalne Pekao ponownie nie zachwyciły**

I znowu okazało się, że pesymiści mają rację. Wyniki banku okazały się być bliskie dolnego zakresu oczekiwań analityków, głównie za sprawą wyższych rezerw, a także lekko niższych przychodów.

	4 kw. 03	4 kw. 02	4 kw. 03/4 kw. 02	3 kw. 03	4 kw. 03/3 kw. 03
Kredyty	26 528	29 395	-9,8%	27 363	-3,1%
Depozyty	45 955	48 378	-5,0%	46 102	-0,3%
Wynik odsetkowy („czysty”)	599	714	-16,1%	575	4,1%
WNDB	989	1 372	-27,9%	989	0,0%
Koszty	-597	-581	2,7%	-571	4,6%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>408</b>	<b>853</b>	<b>-52,1%</b>	<b>415</b>	<b>-1,6%</b>
Rezerwy	-183	-269	-31,7%	-74	149,2%
Zysk brutto	225	487	-53,9%	345	-34,8%
<b>Zysk netto</b>	<b>161</b>	<b>329</b>	<b>-51,0%</b>	<b>252</b>	<b>-35,9%</b>

**Pozycje bilansowe**

Wbrew wcześniejszym nadziejom, oznaki wzrostu portfela kredytowego nie pojawiły się w 4 kw., ale można tego było się spodziewać po ostatnio opublikowanych statystykach NBP. Z danych banku centralnego wynikało, że w grudniu bardzo silnie spadły kredyty korporacyjne (tradycyjny efekt sezonowy wystąpił w tym roku ze szczególną siłą).

**Dynamika kredytów (grudzień poprzedniego roku = 100)**

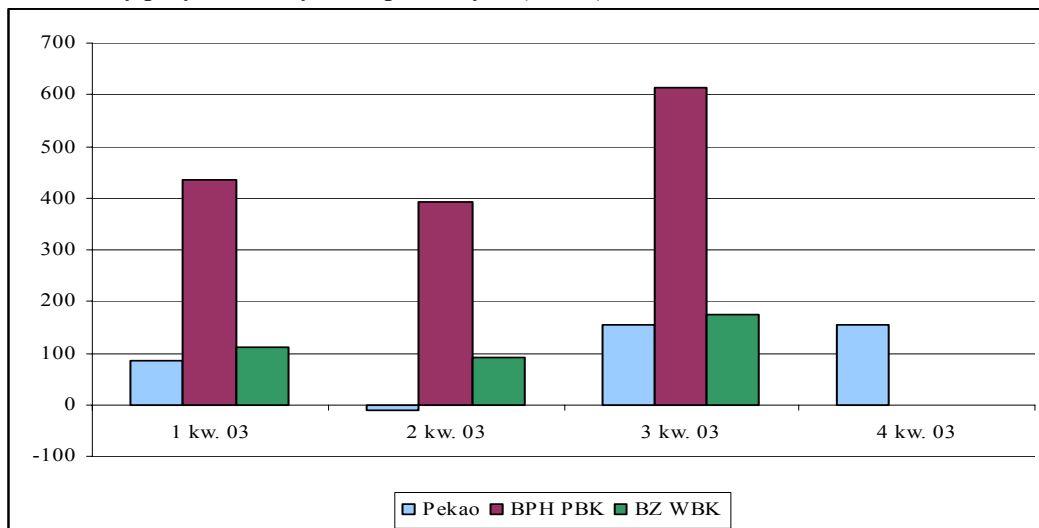
Źródła: NBP, DI BRE Banku

W grudniu 2003 r. kredyty dla przedsiębiorstw w sektorze spadły o 5,6 mld zł, czyli o 4,1%, a spadek w całym 4 kw. wyniósł 2,2%. Spłacane były zwłaszcza kredyty walutowe prywatnych przedsiębiorców (-6,2%). Kwartalny spadek kredytów korporacyjnych w Pekao był silniejszy niż w średnia w sektorze (-3,4%), ale w sytuacji małej aktywności banku na rynku dużych kredytów i dopiero przygotowywania atrakcyjnej oferty dla małych i średnich przedsiębiorstw (MSP), nie powinno to dziwić. Nie zapominajmy też o spłaceniu kredytu na inwestycję centralną, które pomniejszyło sumę kredytów w 4 kw. o 56 mln zł (0,2% portfela).

Jeszcze bardziej słabość rynkową Pekao widać na rynku detalicznym. W sytuacji kiedy w całym sektorze akcja kredytowa dla gospodarstw domowych cały czas rośnie (+3,3% w 4 kw.), portfel Pekao skurczył się o 1,0%. Bank poinformował, że w całym 2003 r. zmniejszyły się kredyty detaliczne w rachunku bieżącym,

na zakup środków transportu oraz gotówkowe. Nie zrekompensował tego wzrost kredytów hipotecznych, które zwiększyły się w całym roku tylko o 352 mln zł. Słaba pozycja w kredytach hipotecznych negatywnie wpływała na dynamikę pozycji bilansowych banku, a w pozostałych kredytach detalicznych – na marżę banku. Ilustrują to poniższe wykresy.

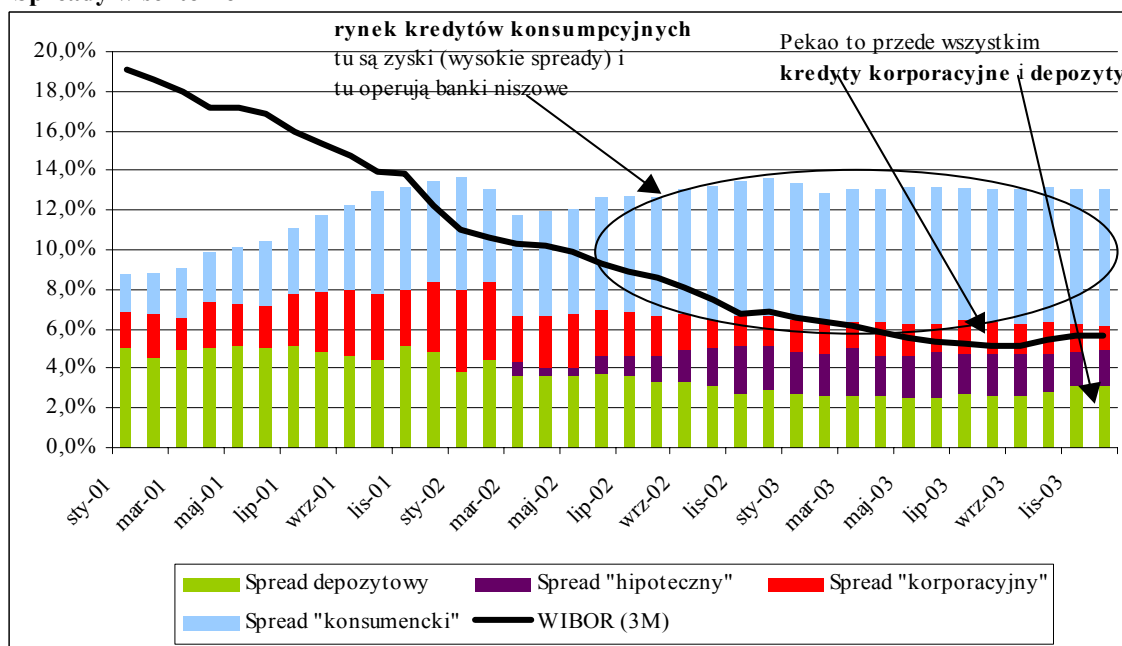
**Kwartalny przyrost kredytów hipotecznych (mln zł)**



Źródło: banki, DI BRE Banku

Nowa procedura udzielania kredytów trochę poprawiła wyniki sprzedaży kredytów hipotecznych w 3 kw., ale 4 kw. nie przyniósł dalszej poprawy, co powinno niepokoić w obliczu rekordowych przyrostów oczekiwanych w BPH PBK. Przed Pekao długa droga do odzyskania znaczącego udziału rynkowego, ale wydaje się, że bank zrobił pierwsze kroki we właściwym kierunku. Wprowadzono kolejne usprawnienia procedury udzielania kredytów (czas rozpatrywania wniosku skrócony do 8 dni pracy banku), planowane jest wzbogacenie oferty produktów, poszerzenie kanałów dystrybucji dzięki współpracy z pośrednikami oraz dzięki wzrostowi liczby osób sprzedających. Bez znaczących sukcesów na rynku hipotecznym Pekao nie będzie w stanie osiągnąć przyrostu kredytów równego średniej dla sektora.

**Spready w sektorze**



Źródła: NBP, DI BRE Banku



Naszym zdaniem, jeszcze bardziej bolesne dla banku, a dokładniej dla jego wyników, jest nieobecność Pekao w segmentach, które mimo olbrzymich spadków stóp procentowych zachowały wysokie spready. Chodzi o różnego rodzaju kredyty konsumpcyjne (samochodowe, w rachunku bieżącym, kredyty ratalne, karty kredytowe). Co prawda rozumiemy zamiar banku ograniczenia najbardziej ryzykownych kategorii kredytów (nie przyjmujemy argumentacji, że na nich się nie da zarabiać – wszystko jest kwestią z jednej strony odpowiedniego wycenienia ryzyka, z drugiej odpowiednich procedur windykacyjnych – ale nie każdy bank musi specjalizować się we wszystkim), ale naszym zdaniem zaniedbanie rynku kart kredytowych było dużym błędem. Jednak i tu pojawiają się oznaki dostrzeżenia przez bank swoich błędów, co daje szansę na poprawę.

Po stronie depozytów bank zanotował minimalny spadek (-0,3% kw/kw). Niestety w sytuacji, kiedy depozyty w sektorze wzrosły (+3,4%), oznacza to kolejny kwartał tracenia przez bank udziału w rynku. Dodając do tego mniejszy przyrost aktywów funduszy inwestycyjnych (aktywa funduszy zarządzanych przez Pioniera zwiększyły się tylko o 175 mln zł, wobec średnio ok. 1,5 w trzech poprzednich kwartałach) widzimy coraz słabszą sytuację banku na rynku oszczędności. Stale maleje też liczba rachunków prowadzonych przez bank (w 4 kw. ubyło 135 tys. rachunków detalicznych i 7,4 tys. rachunków korporacyjnych) oraz aktywnych kart płatniczych (-87 tys.). Naszym zdaniem odpływ klientów jest procesem nieuchronnym. Stare i nowopowstające banki przyciągają nowych klientów nie tylko z grona osób dotychczas niekorzystających z usług banków - przede wszystkim werbują klientów innych banków i drugi co do wielkości bank detaliczny na pewno będzie tracił klientów. Słabość Pekao bierze się z niedostatecznej atrakcyjności oferty, przez co bank nie jest w stanie pozyskiwać dostatecznie dużo nowych klientów, aby z nadstatkiem zrekompensować sobie odpływ starych.

### **Przychody**

Przychody odsetkowe („czyste”) zanotowały w 4 kw. lekki wzrost (+4% kw/kw, NIM 3,75% wobec 3,57% w 3 kw.). Niestety ponownie bank odnotował stratę na operacjach SWAP (26 mln zł) i marża z uwzględnieniem tych operacji utrzymała się na prawie niezmiennym poziomie (3,58% wobec 3,50 w 3 kw. i 3,52% w 2 kw.). Dawno zapomnieliśmy o poziomie marż notowanych rok wcześniej (w 4 kw. 2002 r. NIM wyniósł 4,35%) i nic dziwnego, że w stosunku rocznym przychody odsetkowe spadły o 16%.

Zgodnie z oczekiwaniami, w 4 kw. bank miał niższe przychody prowizyjne niż w poprzednim kwartale (-8% kw/kw, ale + 11% R/R). Cały czas niskie były prowizje z kredytów, a na poziomie jednostkowym pojawiły się koszty związane z obsługą płatności kartami płatniczymi przez wydzieloną spółkę. Mimo, że pod względem funduszy inwestycyjnych nie był to tak udany kwartał jak 3 kw., to przychody banku nie ucierpiały bardzo z tego powodu.

Z danych przedstawionych przez bank w komentarzu do wyników kwartalnych wynikałoby, że w 4 kw. Pekao nie poniosło straty na obligacjach (całoroczna strata na wyniku z wyceny i sprzedaży papierów wartościowych i zabezpieczających ich instrumentów pochodnych wyniosła 22,6 mln zł, podczas gdy po trzech kwartałach wynosiła 25,6 mln zł, a więc w 4 kw. bank zarobił 3 mln zł). Na stratę na operacjach finansowych złożyła się przede wszystkim strata na operacjach SWAP (-26 mln zł) i na sprzedaży banku Pekao Tel-Avic (-10 mln zł).

Pozostałe przychody i koszty były wyższe niż w poprzednich kwartałach, w znacznym stopniu za sprawą rozliczeń międzyokresowych, a ich saldo wyniosło +17 mln zł wobec wyniku w przedziale -4/+4 mln zł, notowanego w poprzednich okresach.

Ogólnie przychody były lekko wyższe w stosunku do 3 kw. (+2%), ale o 30% niższe niż rok temu (jednak wtedy bank notował kulminację zysków na obligacjach).

### **Koszty**

Tradycyjnie 4 kw. przyniósł wyższe koszty (+5 kw/kw, +3% R/R), tym razem jednak głównie za sprawą wyższej amortyzacji (+18% kw/kw, +28% R/R), przy prawie niezmiennych kosztach działania i ogólnego zarządu. W 4 kw. koszty osobowe kolejny raz minimalnie spadły (-1,1% kw/kw, +8% R./R.), podczas gdy koszty rzeczowe wzrosły (+8% kw/kw, -10% R./R.).

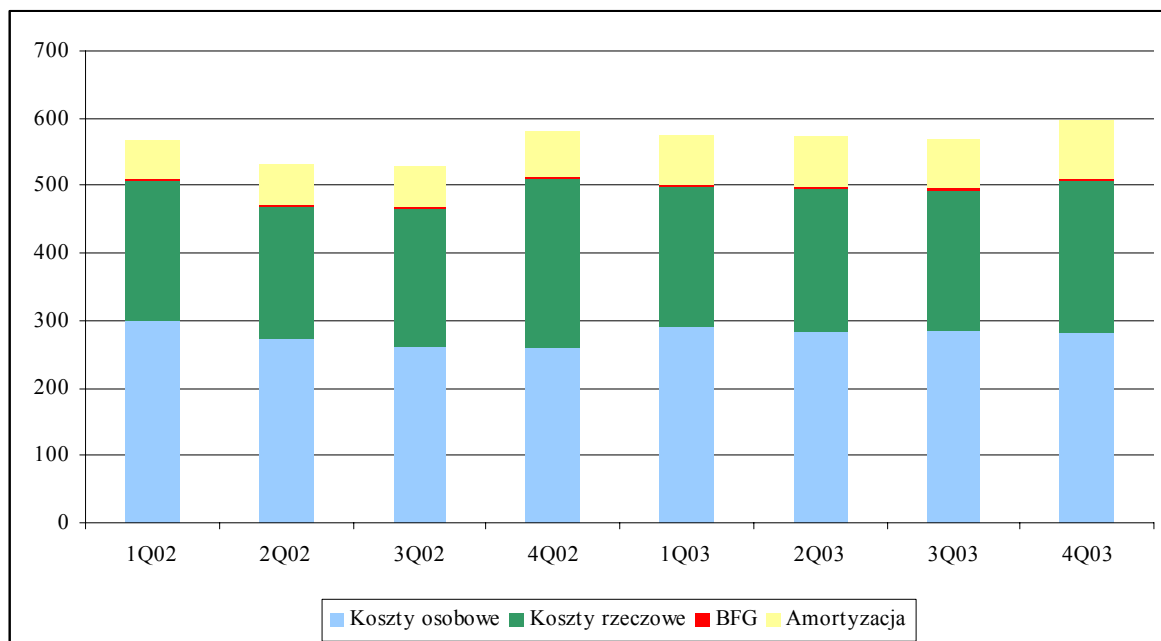
Wzrost kosztów osobowych w skali rocznej (+48,3 mln zł, +4,4%) bank wytłumaczył wzrostem motywacyjnych składników wynagrodzenia (zasługuje na podkreślenie fakt, że bank przypisał te koszty do wszystkich kwartałów, a nie obciążył nimi tylko czwartego kwartału). Na zmianę kosztów pozytywnie



wpłynęła sprzedaż Banku Tel-Aviv oraz dalsze zmniejszanie zatrudnienia. Zatrudnienie w grupie spadło w 2003 r. o 641 osób, na co złożyło się odejście 700 osób w ramach zwolnień grupowych oraz wybiórcze przyjmowanie nowych pracowników.

W 2003 r. koszty rzeczowe spadły o 5,5 mln zł (-0,6%). Bankowi w ramach kontroli kosztów udało się zmniejszyć koszty ochrony i czynszów, jednocześnie wzrosły koszty usług pocztowych (najprawdopodobniej w związku z rozsyłaniem informacji do klientów przelączanych na nową platformę informatyczną) i doradztwa.

#### Kwartałne koszty banku (mln zł)



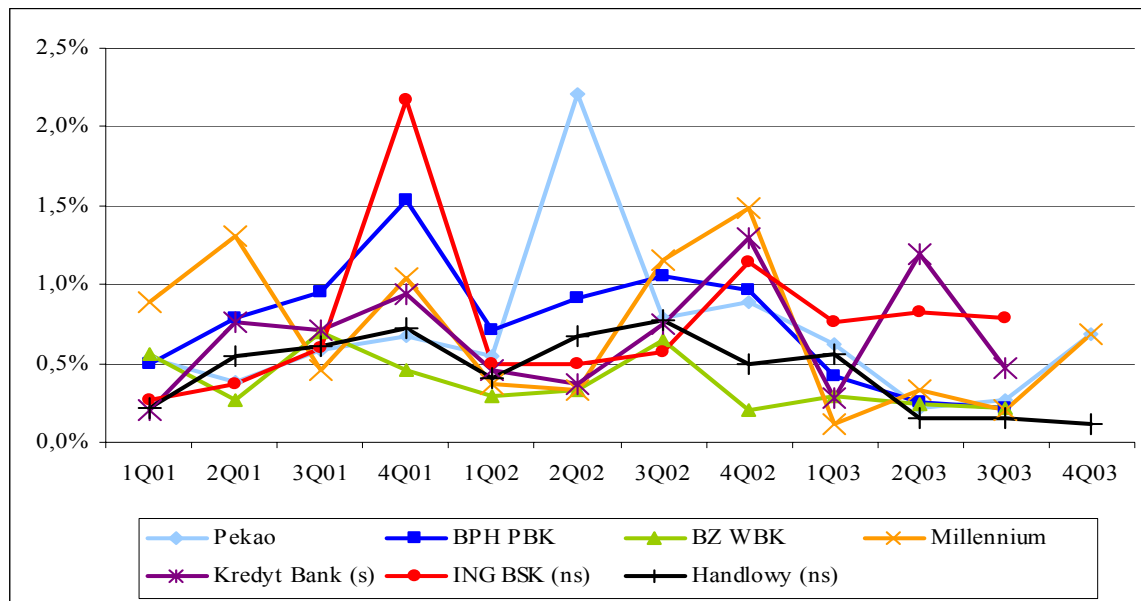
Źródła: bank, DI BRE Banku

#### Zysk operacyjny i koszty rezerw

Skoro koszty wzrosły szybciej niż przychody, zysk operacyjny musiał kolejny raz spaść (-2% kw/kw, -52% R./R.). Porównanie z wynikiem 4 kw. 2002 r. wypada szczególnie niekorzystnie: wynika to z tego, że porównujemy najłabszy od trzech lat kwartał z najlepszym kwartałem w historii banku (a raczej grupy, bo mówimy o wyniku skonsolidowanym).

Po bardzo niskim saldzie rezerw w 2 i 3 kw., bank sygnalizował, że należy się liczyć z większymi kosztami ryzyka kredytowego w 4 kw., ale nie sądziliśmy, że oznacza to powrót do salda rezerw notowanego w 1 kw. 2003 r. – ostatnim kwartale, który w całym sektorze przebiegał pod znakiem tworzenia rezerw.

Bank nie podał przekonujących powodów wzrostu kosztów rezerw w 4 kw. W tej sytuacji pozostaje oparcie się na podstawowych danych: w ostatnim okresie zwiększył się procentowy udział kredytów nieregularnych (z 21,8% we wrześniu do 24,7%), co w pewnym stopniu wynikało ze spadku kredytów ogółem.

**Saldo rezerw jako % średniego portfela kredytowego**


Źródła: banki, DI BRE Banku

Wydaje się, że tradycyjnie 4 kw. przyniesie w całym sektorze wyższe saldo rezerw niż okresy wcześniejsze (wskazuje na to przypadek Banku Millennium i Pekao, nie wspominając o Kredyt Banku). Oczywiście zjawisko to nie wystąpi we wszystkich bankach. W ING BSK wysokie rezerwy tworzone w poprzednich okresach umożliwią utrzymanie (a może nawet zmniejszenie) salda rezerw. Oczekujemy, że tradycyjnie BZ WBK utrzyma niskie koszty ryzyka kredytowego, a podobny sukces zanotuje tym razem także BPH PBK (co jednak może wywołać obawy tych inwestorów, którzy pamiętają wcześniejsze problemy banku z jakością portfela i krytycznie patrzą na śmiałe rozwijanie walutowej akcji kredytowej).

**Zysk brutto, podatki i zysk netto**

Zysk brutto wyniósł tylko 225 mln zł, ale pozytywna niespodzianka pojawiła się poziomie opodatkowania. Mimo dodatkowych kosztów, związanych z przeliczeniem aktywów podatkowych (ok. 80 mln zł), obciążenie zysku brutto podatkiem było na poziomie zbliżonym do stawki ustawowej i efektywna stawka wyniosła 26%. Częściowo wynikało to z korzystnych podatkowo skutków sprzedaży Banku Tel-Aviv (ok. 30 mln zł), a częściowo zapewne z optymalizacji podatkowej (może to oznaczać zwiększone opodatkowanie w przyszłym roku, ale ze względu na obniżoną stawkę podatku, jest to jak najbardziej korzystne dla banku).

Zysk netto w 4 kw. wyniósł 161 mln zł. Wynik byłby dużo gorszy, gdyby w rachunku wyników pojawił się efekt obniżonej wyceny papierów wartościowych dostępnych do sprzedaży, wykazany w kwocie 104 mln zł w kapitałach z aktualizacji wyceny. Jeżeli rynek obligacji nie polepszy się, strata w tej wysokości obciąży przyszłe wyniki banku.

**Podsumowanie wyników**

Annualizowane ROE w 4 kw. wyniosło 9,1%. Także, wbrew pozorom, całoroczne wyniki prezentują się źle: poprawa w stosunku do 2002 r. jest efektem lepszych wyników spółek zależnych (przede wszystkim wyższy zysk CDM, mniejsza strata spółki leasingowej), podczas gdy wynik samego banku pogorszył się (wynik jednostkowy brutto spadł z 1355 mln zł w 2002 r. do 1311 mln zł w 2003 r., czyli o 3,2%).

Z drugiej strony, porównując wyniki Pekao z innymi bankami, najprawdopodobniej po raz kolejny będziemy musieli stwierdzić, że największy giełdowy bank ciągle jest także najbardziej rentowny. A przecież zwrot z kapitału, a nie udział rynkowy czy wzrost aktywów, jest tym, co przede wszystkim powinno interesować inwestorów. To, że najlepsze rezultaty osiąga Pekao, mimo niedostrzegania przez bank oznak ożywienia gospodarczego, można także odczytać na korzyść Pekao. Inne banki już zareagowały na ożywienie, zwiększyły akcję kredytową, a mimo to osiągają gorsze rezultaty. One już niewiele mogą poprawić wyniki, a Pekao, jeżeli wreszcie "przestawi ster na wzrost", ma szansę umocnić się na pozycji najbardziej rentownego banku giełdowego. Ale czy Pekao wreszcie przestanie się kurczyć?



## **Dokąd idziemy (Perspektywy na przyszłość)**

### **Priorytety banku w 2004 r.**

Bank zapowiedział, że skoncentruje się na kredytach hipotecznych i dla małych/średnich firm (MSP), na funduszach inwestycyjnych i kartach kredytowych.

Co do zasady, podoba nam się przedstawiona strategia. Nie wierzymy w podejście typu: „będziemy robić wszystko”, a wybór priorytetów jest naszym zdaniem właściwy. Problemem jest co innego: czy bankowi uda się zrealizować postawione przed sobą zadania - od blisko dwóch lat słyszymy o planowanym wzroście przychodów, aby kolejny raz oglądać prezentację pt. "Gotowy do ekspansji".

### **Kredyty hipoteczne**

Pekao zakłada utrzymanie się silnego wzrostu rynku kredytów hipotecznych (spodziewa się wzrostu w 2004 r. o 29%) i uważa ten produkt za bardzo istotny przy przejmowaniu i utrzymywaniu klientów, jak i przy cross-sellingu. Dzięki przedsięwziętym działaniom, Pekao ma nadzieję szybko odzyskać udział w rynku.

Pozytywnie oceniamy fakt, że bank przestał tłumaczyć niski przyrost akcji kredytowej okolicznościami zewnętrznymi (wcześniej tłumaczono, że na rynku większą popularnością cieszą się kredyty walutowe, które bank programowo ograniczył), a wzięto się do roboty nad jakością oferty banku. W prezentacji banku wspomniano o chęci wzbogacenia oferty, m.in. poprzez wprowadzenie elastycznych programów spłaty oraz kombinacji kredytów hipotecznych i rachunku bieżącego (byłoby to więc jakieś naśladownictwo cieszących się dużym powodzeniem Multiplanów) – jak widać, Pekao wreszcie podpatruje konkurentów i stara się systematycznie poprawiać swoją ofertę.

### **Kredyty dla MSP**

Jeżeli chodzi o inne kredyty, to bank stawia na kredytowaniu MSP oraz na wzrost w wybranych segmentach średnich przedsiębiorstw. Nie oznacza to rezygnacji z dużych klientów korporacyjnych, ale bank kładzie nacisk na planie zyskowość, a nie na wzrost sumy bilansowej.

Strategia rozwoju w sektorze MSP, potencjalnie słusznie, wywołuje nasze poważne obawy. Na pierwszy rzut oka w segmencie tym jest duży potencjał wzrostu, a bank ma możliwość uzyskania przewagi konkurencyjnej, ponieważ obsługa MSP, aby była rentowna, powinna być oparta na modelu zbliżonym do obsługi klienta detalicznego, a pod tym względem Pekao ma duże doświadczenia. Poza tym dla klientów z grona MSP może liczyć się duża sieć oddziałów, której nie mają inne banki.

Problem leży naszym zdaniem gdzie indziej. Z jednej strony obawiamy się, czy rynek MSP będzie rentowny, z drugiej strony obawiamy się, czy Pekao jest w stanie zaproponować atrakcyjną ofertę dla tej grupy klientów.

W niektórych krajach (np. Austria), rynek MSP uchodzi za deficytowy, ponieważ konkurencja rynkowa wymusiła zbyt niski poziom marż, nie rekompensujący ryzyka kredytowego. Co prawda w Polsce jest inna struktura sektora bankowego (mały jest udział instytucji kredytowych nie nastawionych na zysk, takich jak banki spółdzielcze czy SKOKi), ale ze względu na silne zainteresowanie banków sektorem MSP spodziewamy się silnej konkurencji i obawiamy się, że polegać ona będzie na „kupowaniu” klientów niskim oprocentowaniem kredytów. Ciągłe jeszcze słabo rozwinięte narzędzia oceny ryzyka kredytowego mogą prowadzić do zaniżania oceny ryzyka kredytów udzielanych małym firmom, w wyniku czego banki właściwie wyceniające ryzyko będą tracić rynek, a „liderzy wzrostów” zapłacą za chwilowe powodzenie dużymi rezerwami.

Nawet jeżeli rynek MSP będzie się rozwijał na zdrowych podstawach, to wątpimy, aby w 2004 r. Pekao odniosło na nim znaczące sukcesy. Zapowiedziane przez bank działania są albo powtórzeniem kroków anonsowanych przez bank od blisko dwóch lat (np. połączony model obsługi klientów zamożnych i MSP), albo nadrabianiem zaległości względem konkurentów, oferujących podobne rozwiązania od dawna (wspólna obsługa razem z podmiotami z grupy, np. spółkami leasingowymi). Wręcz żenująco wygląda wymienienie wśród osiągnięć banku zaoferowania właścicielom małych i mikro firm usług Pekao24 w formie pasywnej, tj. bez możliwości wykonywania operacji. Wprowadzenie w pełni funkcjonalnego produktu planowane jest dopiero w bieżącym roku – do tego momentu Pekao będzie daleko w tyle za



innymi bankami oferujący usługi dla MSP.

### **Fundusze inwestycyjne**

Bank oczekuje, że rynek funduszy inwestycyjnych wzrośnie w 2004 r. o 25% i postawił sobie za cel umocnienie pozycji lidera na tym rynku. W tym celu chce rozwijać cross-selling, wzbogacać produkty (wykorzystując doświadczenie Pioniera) oraz poprawiać sprawność zarządzania w relacjach z klientami a także poprawiać wealth management, w celu pozyskania dodatkowych środków oraz nowych klientów. Pod tym ostatnim hasłem kryje się zapewne Xelion. Rozwijanie tej spółki, jak na razie, oceniamy krytycznie, ponieważ niejasny jest jej profil biznesowy. Jeżeli Xelion, kontrolowany przez bank tylko w połowie, będzie pozyskiwał klientów dla PPIM, którego Pekao jest mniejszościowym udziałowcem, to będzie to oznaczało de facto utratę udziału banku w przychodach z tytułu zarządzania aktywami, czyli porażkę w ostatnim segmencie, w którym odnosił sukcesy.

### **Karty**

Celem banku jest zwiększenie liczby aktywnych kart. Bank chce przejść od kart debetowych do obciążeniowych i kredytowych dzięki systemowi ASP. Planuje masowe kampanie wśród klientów, a także pełny przegląd procesu wydawania kart i wzbogacenie produktu. Pekao liczy na korzyści związane z outsourcingiem centrum przetwarzania operacji kartowych (bank wydzielił tę działalność w osobną spółkę, dla której planuje pozyskać inwestora branżowego).

Wydaje się, że trzeba spojrzeć na karty kredytowe jako na produkt niepotrzebny tak naprawdę klientowi, ale pozwalający bankowi bardzo dobrze zarabiać na słabości klientów, których w którymś momencie skusi limit zadłużenia. Skoro tak, to wygodne procedury są warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym, aby odnieść sukces w tej dziedzinie. Karty trzeba sprzedawać, niemalże wpychać klientowi, w każdy możliwy sposób. Dopóki klienci Pekao nie zostaną zaatakowani przez pracowników banku, zachwalających ten produkt, dopóki nie zostaną zasypani przysyłanymi niezamówionymi kartami z informacją, że wymagana jest tylko telefoniczna aktywacja, dopóty trudno będzie uwierzyć, że Pekao będzie znaczącym graczem na rynku kart kredytowych. Decyzja o rozwijaniu poza bankiem takiej spółki jak Xelion może być odbierana jako wyraz obaw co skuteczności służb sprzedaży w Pekao, co nie wróży dobrze w perspektywie planowanej ofensywy na rynku kart kredytowych.

Jednak zdecydowanie pozytywnie odbieramy przyznanie się przez bank, że ma słabą pozycję na rynku kart kredytowych. Wcześniejsze wypowiedzi przedstawicieli banku, którzy snuli inwestorom opowieści o silnej pozycji banku dzięki posiadaniu karty partnerskiej z Lotem nie rokowały żadnych szans na poprawę, ponieważ pokazywały, że bank zupełnie nie orientował się, gdzie można zarabiać pieniądze.

### **Transakcje**

Pekao w postawionych sobie celach wpisało „upgrade rachunków bieżących i wzrost dochodów z opłat transakcyjnych.” Pod tym hasłem kryje się z jednej strony zwiększenie przychodów od klientów detalicznych, z drugiej – zwiększenie wolumenu transakcji z klientami korporacyjnymi (mowa jest o utworzeniu zespołów zadaniowych do zwiększenia udziału w rynku obsługi transakcji handlu zagranicznego).

Zachęcanie klientów do zamieniania rachunków na produkty „z wyższej półki” nie jest nowością, ale można mieć obawy, czy bank odniesie tu sukces. Odchodzenie klientów z Pekao pokazuje, że zdaniem wielu osób oferta banku nie jest konkurencyjna pod względem kosztów lub jakości (a najprawdopodobniej stosunku jednego do drugiego). Duża część klientów jest rozgoryczona coraz wyższymi opłatami za pakiety poszerzone co prawda o nowe usługi, ale niekoniecznie o usługi podnoszące funkcjonalność konta z punktu widzenia danej osoby (np. dublujące posiadane ubezpieczenie Assistance). W tej sytuacji można wątpić, czy uda się bankowi przekonać duży procent klientów do zmiany konta na droższe, a przy stałym odchodzeniu klientów, oznaczałoby to spadek w 2004 r. prowizji z tytułu rachunków.

### **Podsumowanie**

Mimo wielu zastrzeżeń, po raz pierwszy od paru kwartałów mamy wrażenie, że prezentacja Pekao przyniosła coś więcej niż tylko słowa. Naszym zdaniem nowy zarząd rozumie, jakimi metodami można osiągnąć zmianę kursu banku. To z jednej strony lepsze produkty, a drugiej właściwe zmotywowanie pracowników.



Przypomnijmy: bank ciągle doskonali procedury przyznawania kredytów hipotecznych (nowe procedury były wcześniej rewolucyjnym wydarzeniem, zapowiadany pół roku wcześniej - dziś co kwartał wprowadzane są dalsze usprawnienia), śledzi poczynania konkurentów i je naśladuje. Przede wszystkim jednak bank przyznaje się do swoich słabości na rynku hipotecznym i kart kredytowych - to postęp w stosunku do wcześniejszego zamykania oczu na rzeczywistość.

Przede wszystkim podkreślmy, że bank podjął wysiłki, aby zmotywować pracowników. Zarząd nie tylko powiązał ogólne cele biznesowe z celami w indywidualnych programach MBO, ale także przeprowadził serię spotkań z menagementem średniego szczebla, aby pokazać, jakie są oczekiwania.

#### Założenia prognozy na 2004 r.

Pozycja rachunku wyników	Założenia banku	Nasz komentarz
Wynik odsetkowy	Stabilny wynik odsetkowy rezultatem wzrostu komercyjnej części banku i spadku w portfelu papierów dłużnych	Naszym zdaniem w drugiej połowie roku marże spadną. Jeżeli uda się bankowi zrealizować zadeklarowane cele, to jest szansa na zrównoważenie tego spadku wyższymi wolumenami. Na razie zakładamy, że mimo wszystko przychody odsetkowe spadną o 6%.
Wynik prowizyjny	Silny wzrost spowodowany <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sprzedażą funduszy inwestycyjnych,</li> <li>• kart oraz</li> <li>• wzrostem opłat</li> </ul>	Zakładamy powtórzenie wyniku 2003 r. i wzrost prowizji o ok. 14%. Spodziewamy się większych przychodów za zarządzanie aktywami funduszy (większe aktywa i większy udział funduszy akcyjnych) oraz prowizji z nowych produktów kartowych. Z drugiej strony obawiamy się dalszego odpływu klientów, zniechęconych coraz wyższymi opłatami.
Koszty operacyjne	Niewielki wzrost wywołany głównie przez amortyzację	Zakładamy wzrost kosztów o 3%, powodowany dużo wyższą amortyzacją (+16%) i lekkim wzrostem kosztów ogólnych (+3%), przy stabilnych kosztach osobowych (odpływ pracowników zrównoważy przyjęcie nowych sprzedawców oraz podwyżki wynagrodzeń)
Wynik operacyjny	Pozytywny wynik spowodowany poprawą przychodów	Liczymy na niewielki wzrost (+3%).
Koszty ryzyka kredytowego	Niewielki spadek wywołany wdrożeniem nowego procesu kredytowego i lepszymi warunkami ekonomicznymi	...a głównie tym, że w ostatnich latach przyrost portfela był niewielki. Oby tylko Pekao Leasing przestał wywoływać problemy!!! Ale tutaj jesteśmy chyba większymi optymistami niż sam bank, oczekując spadku salda rezerw do 150 pb, czyli (nominalnie) o 20%.

Powyższe prognozy pozwalają nam oczekiwać zysku netto na poziomie 1150 mln zł (gdybyśmy przyjęli założenia banku co do stabilności przychodów odsetkowych i lekkiej tylko poprawie kosztów rezerw, uzyskalibyśmy ponad 1200 mln zł). Daje to ROE na poziomie 15,6%, a więc najprawdopodobniej najwyższe w gronie banków giełdowych.

Zgodnie z nowym programem opcyjnym, przyjętym przez NWZA w lipcu 2003 r., możliwość realizacji opcji uzależniona jest m.in. od osiągnięcia przez bank w 2004 r. skonsolidowanego ROE na poziomie nie niższym od wynikającego z planu finansowego zatwierdzonego przez radę nadzorczą. Liczyliśmy wtedy, że bank ujawni planowany poziom zwrotu z kapitału, ale okazuje się, że poziom tego parametru, od którego zależy istotnie z punktu widzenia inwestorów zdarzenie, jakim jest nabycie przez uprawnionych pracowników prawa do objęcia 1,66 mln akcji, pozostanie tajny.



Wydaje się, że nowy zarząd oceniamy lepiej niż większość krajowych obserwatorów, którzy są rozczarowani brakiem twardych liczb i "miękkim stylem" zarządzania, prezentowanym przez prezesa. Kto ma rację, przekonamy się najwcześniej za pół roku (pierwszy kwartał, naszym zdaniem, nie przyniesie przełomu). Do tego czasu nie spodziewamy się zbyt pozytywnego newsflowu, ale uważamy, że ewentualne słabości kursu należałoby wykorzystać do zbierania akcji.

**RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT**

	2000	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P
<b>Przychody odsetkowe netto</b>	<b>2 660</b>	<b>2 895</b>	<b>2 868</b>	<b>2 375</b>	<b>2 226</b>	<b>2 071</b>	<b>2 340</b>
Przychody odsetkowe	7 300	7 403	5 348	3 915	3 931	3 922	4 131
Koszty odsetkowe	(4 641)	(4 508)	(2 479)	(1 540)	(1 705)	(1 851)	(1 791)
<b>Przychody pozaodsetkowe</b>	<b>1 534</b>	<b>1 887</b>	<b>1 929</b>	<b>1 698</b>	<b>1 968</b>	<b>2 178</b>	<b>2 412</b>
Wynik z prowizji	1 098	1 252	1 226	1 403	1 599	1 791	2 006
Wynik z pozycji wymiany	283	380	413	286	277	291	306
Wynik z operacji finansowych	153	254	291	9	91	96	101
<b>Wynik na działalności bankowej</b>	<b>4 194</b>	<b>4 782</b>	<b>4 798</b>	<b>4 073</b>	<b>4 194</b>	<b>4 249</b>	<b>4 753</b>
Inne przychody operacyjne netto	319	(27)	(26)	15	25	25	25
<b>Przychody bankowe ogółem</b>	<b>4 512</b>	<b>4 756</b>	<b>4 771</b>	<b>4 088</b>	<b>4 219</b>	<b>4 274</b>	<b>4 778</b>
<b>Koszty nieodsetkowe</b>	<b>(2 645)</b>	<b>(2 350)</b>	<b>(2 207)</b>	<b>(2 315)</b>	<b>(2 386)</b>	<b>(2 446)</b>	<b>(2 561)</b>
Koszty osobowe	(1 354)	(1 240)	(1 106)	(1 144)	(1 140)	(1 163)	(1 221)
Amortyzacja	(399)	(235)	(243)	(305)	(354)	(365)	(376)
Inne koszty	(892)	(875)	(858)	(866)	(892)	(918)	(964)
<b>Zysk operacyjny przed kosztami rezerw</b>	<b>1 867</b>	<b>2 406</b>	<b>2 564</b>	<b>1 773</b>	<b>1 833</b>	<b>1 829</b>	<b>2 217</b>
Saldo rezerw	(682)	(657)	(1 404)	(503)	(410)	(358)	(406)
<b>Zysk brutto</b>	<b>1 171</b>	<b>1 764</b>	<b>1 173</b>	<b>1 279</b>	<b>1 437</b>	<b>1 485</b>	<b>1 825</b>
Podatek dochodowy	(385)	(516)	(392)	(362)	(287)	(282)	(347)
Grupa	8	6	(12)	2	1	1	1
<b>Zysk netto</b>	<b>795</b>	<b>1 254</b>	<b>770</b>	<b>919</b>	<b>1 151</b>	<b>1 204</b>	<b>1 479</b>
Dywidendy wypłacone	0	(630)	(693)	(764)	(1 000)	(1 166)	(1 172)

**PODSTAWOWE WSKAŹNIKI**

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,1%	4,0%	4,1%	3,7%	3,5%	3,1%	3,3%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,5%	4,4%	4,5%	4,0%	3,7%	3,4%	3,5%
Spread odsetkowy	3,9%	3,7%	4,0%	3,6%	3,3%	2,9%	3,0%
Koszty / Przychody	58,6%	49,4%	46,3%	56,6%	56,6%	57,2%	53,6%
Koszty / Aktywa	4,1%	3,3%	3,2%	3,6%	3,7%	3,7%	3,6%
Koszty osobowe / Przychody	30,0%	26,1%	23,2%	28,0%	27,0%	27,2%	25,5%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	36,5%	27,3%	54,8%	28,4%	22,4%	19,6%	18,3%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	2,3%	2,0%	4,5%	1,8%	1,5%	1,2%	1,2%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	41,1%	39,1%	39,9%	41,9%	47,2%	51,5%	51,0%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,9%	3,3%	3,7%	2,8%	2,9%	2,8%	3,1%
<b>ROE</b>	<b>16,7%</b>	<b>20,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>15,6%</b>	<b>15,7%</b>	<b>18,5%</b>
<b>ROA</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,1%</b>

**ROCZNA STOPA WZROSTU**

Zysk netto	363,4%	57,7%	(38,6%)	19,4%	25,2%	4,6%	22,9%
Zysk operacyjny	77,0%	28,8%	6,6%	(30,9%)	3,4%	(0,2%)	21,2%
Przychody bankowe ogółem	27,7%	5,4%	0,3%	(14,3%)	3,2%	1,3%	11,8%
Przychody odsetkowe netto	30,1%	8,9%	(0,9%)	(17,2%)	(6,3%)	(6,9%)	13,0%
Przychody pozaodsetkowe	24,3%	0,4%	2,3%	(10,0%)	16,4%	10,6%	10,6%
Koszty nieodsetkowe	6,7%	(11,2%)	(6,1%)	4,9%	3,1%	2,5%	4,7%

**BILANS, ZŁ (mln)**

	2000	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 385	4 264	3 175	3 146	3 240	3 370	3 640
Należności od sektora finansowego	8 902	8 727	7 499	6 117	6 646	6 021	8 146
Dłużne papiery wartościowe	20 298	20 538	21 323	23 053	22 362	21 691	22 341
Kredyty i pożyczki	31 581	32 951	29 395	26 528	28 120	31 494	36 219
Akcje, udziały i inne inwestycje	619	754	546	542	597	656	689
Aktywa trwałe	2 200	1 952	2 057	2 162	2 270	2 339	2 409
Inne aktywa	2 733	4 936	1 088	1 460	1 548	1 625	1 674
<b>Razem aktywa</b>	<b>69 717</b>	<b>74 121</b>	<b>65 084</b>	<b>63 009</b>	<b>64 783</b>	<b>67 196</b>	<b>75 118</b>
Zobowiązania wobec sektora finansowego	7 461	7 931	4 371	5 076	5 280	5 491	5 601
Depozyty	50 204	52 368	48 378	45 955	46 874	48 749	51 674
Papiery wartościowe	560	329	1 208	514	616	739	813
Pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania	5 847	6 589	4 060	4 289	4 417	4 417	8 835
Kapitały własne	5 644	6 850	7 043	7 155	7 576	7 780	8 175
Kapitał zakładowy	166	166	166	166	167	167	168
<b>Razem pasywa</b>	<b>69 717</b>	<b>74 121</b>	<b>65 084</b>	<b>63 009</b>	<b>64 783</b>	<b>67 196</b>	<b>75 118</b>

**ANALIZA AKTYWÓW**

Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	11,9%	14,2%	20,0%	22,7%	23,6%	23,3%	20,4%
Kredyty nieregularne / Aktywa	5,7%	6,7%	10,1%	11,0%	11,8%	12,5%	11,2%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	54,3%	49,6%	57,5%	60,2%	58,8%	56,6%	60,3%
Rezerwy / Kredyty ogółem	6,5%	7,0%	11,5%	13,7%	13,8%	13,2%	12,3%
Rezerwy / Aktywa	3,1%	3,3%	5,8%	6,6%	6,9%	7,1%	6,7%
Kredyty nieregularne nie pokryte rezerwami / Kapitały własne	32,2%	36,7%	39,8%	38,5%	41,4%	46,7%	40,7%

**WSKAZNIKI BILANSU**

Kapitały własne / Aktywa	8,1%	9,2%	10,8%	11,4%	11,7%	11,6%	10,9%
Kredyty / Aktywa	45,3%	44,5%	45,2%	42,1%	43,4%	46,9%	48,2%
Depozyty / Aktywa	72,0%	70,7%	74,3%	72,9%	72,4%	72,5%	68,8%
Kredyty / Depozyty	62,9%	62,9%	60,8%	57,7%	60,0%	64,6%	70,1%
Stopa wzrostu kredytów	18,4%	4,3%	(10,8%)	(9,8%)	6,0%	12,0%	15,0%
Stopa wzrostu depozytów	11,7%	4,3%	(7,6%)	(5,0%)	2,0%	4,0%	6,0%
Stopa wzrostu aktywów	16,0%	6,3%	(12,2%)	(3,2%)	2,8%	3,7%	11,8%

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Pekao**

<b>Rekomendacja</b>	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2003-09-10	2003-11-19	2003-12-09
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	111.50	110.50	109.00
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	19983.97	19674.12	20066.46



**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:**

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

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

**Sprzedawcy:**

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

**Analitycy:**

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

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

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

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

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64  
[Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl](mailto: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.*