



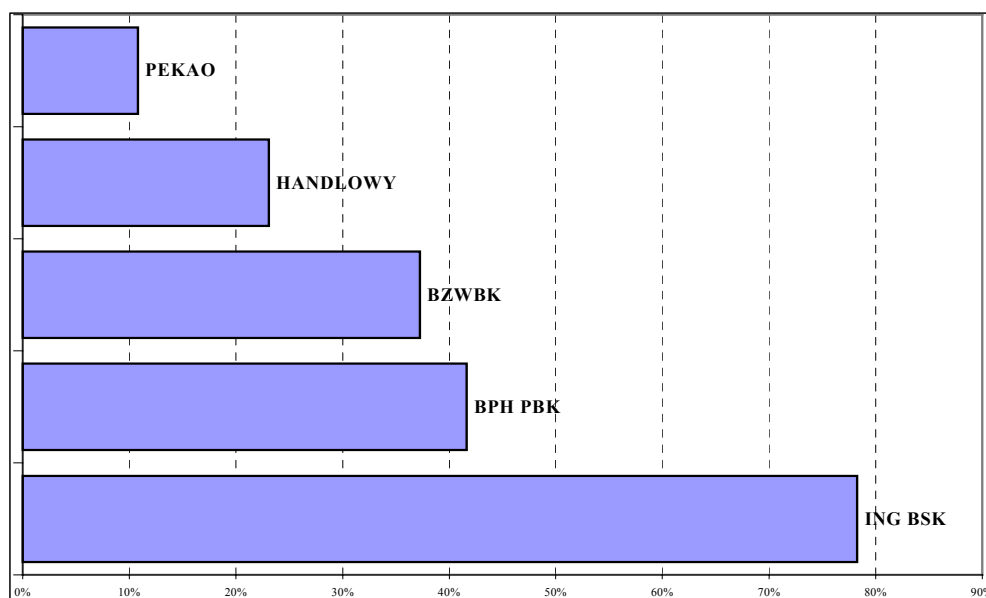
# Prognozy Wyników Kwartalnych - Banki

## II kwartał 2004

ISSN 1508-4396

Warszawa, 23.07.2003

Prognozowana dynamika EPS wybranych banków giełdowych (III kw.'03-II kw.'04 / II kw.'03-I kw.'04)



### Analitycy:

Tomasz Mazurczak  
Doradca Inwestycyjny  
[Tomasz.Mazurczak@breinvest.com.pl](mailto:Tomasz.Mazurczak@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-35

Hanna Kędziora  
[Hanna.Kedziora@breinvest.com.pl](mailto:Hanna.Kedziora@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-37

Michał Marczak  
[Michal.Marczak@breinvest.com.pl](mailto:Michal.Marczak@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-38

Andrzej Powierza  
Doradca Inwestycyjny  
[Andrzej.Powierza@breinvest.com.pl](mailto:Andrzej.Powierza@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-41

Witold Samborski  
Makler Pap. Wart.  
[Witold.Samborski@breinvest.com.pl](mailto:Witold.Samborski@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-36

Przemysław Smoliński  
[Przemyslaw.Smolinski@breinvest.com.pl](mailto:Przemyslaw.Smolinski@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-49-64

Dorota Puchlew  
[Dorota.Puchlew@breinvest.com.pl](mailto:Dorota.Puchlew@breinvest.com.pl)  
tel. (22) 697-47-41

Dom Inwestycyjny BRE  
Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
skr. pocztowa 21  
tel. (22) 697 47 41  
fax. (22) 697 47 43

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

- Sezon wyników upłynie znowu pod znakiem zdarzeń jednorazowych, wspólnych dla całego sektora (korzyści podatkowe) i charakterystycznych dla poszczególnych banków (sprzedaż GBG i dywidenda od PTE CU w BPH, sprzedaż CardPointu w BZ WBK, sprzedaż portfela kredytów w Millennium). Trwać będzie uwzględnianie w rachunku wyników pozytywnego wpływu zmian regulacyjnych oraz zaczenie tworzenie rezerw w związku z szacowanym wpływem przejścia w przyszłym roku na MSR.
- Wyniki powtarzalne powinny być na poziomie 1 kw., co uwzględniając sezonowość nie jest dobrą wiadomością (zwykle 1 kw. bywał najsłabszy w roku). Oczekujemy, że wolumeny kredytów zanotują niewielki wzrost, ale spadną spready. Odwrotnie będzie po stronie pasywów – chwilowy naszym zdaniem wzrost spreadów zrównoważy niewielki spadek wolumenów.
- Nie sądzimy, aby dobre wyniki BPH były zaskoczeniem dla rynku. Zawieść może BZ WBK (chyba że redukcja kosztów będzie większa niż oczekujemy), a pozytywnie mogą zostać odebrane wyniki Pekao, jeżeli bank pochwali się sukcesami na rynku hipotecznym. W przypadku ING BSK czekamy na 4 kw., który pokaże, czy mała wewnętrzna rewolucja, którą przeprowadza nowy/stary prezes przełoży się na większą sprzedaż produktów depozytowych.

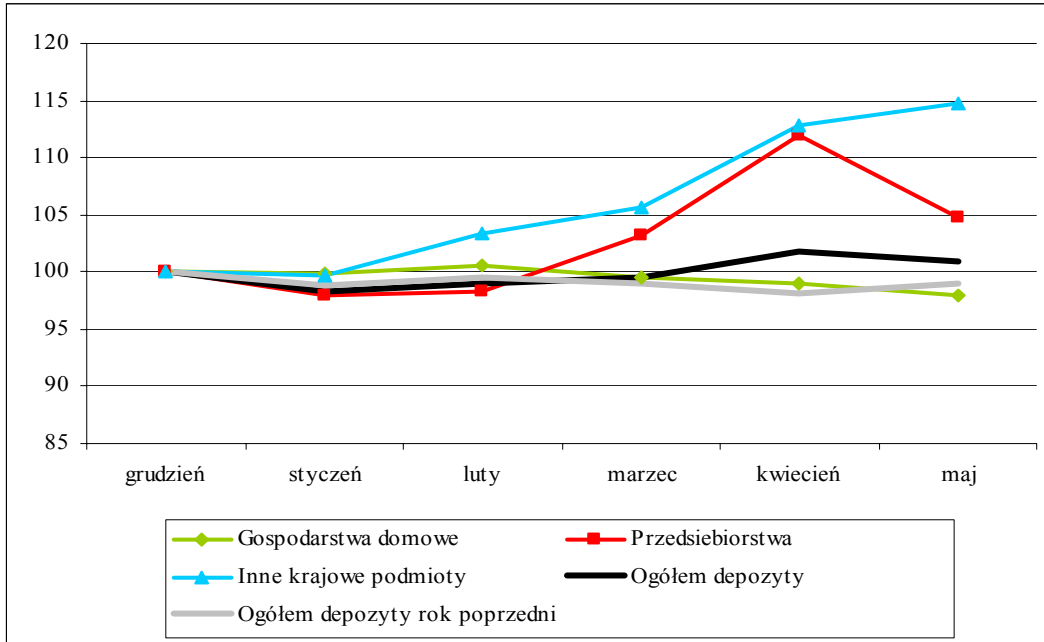


## PROGNOZY WYNIKÓW KWARTALNYCH

### SEKTOR BANKOWY

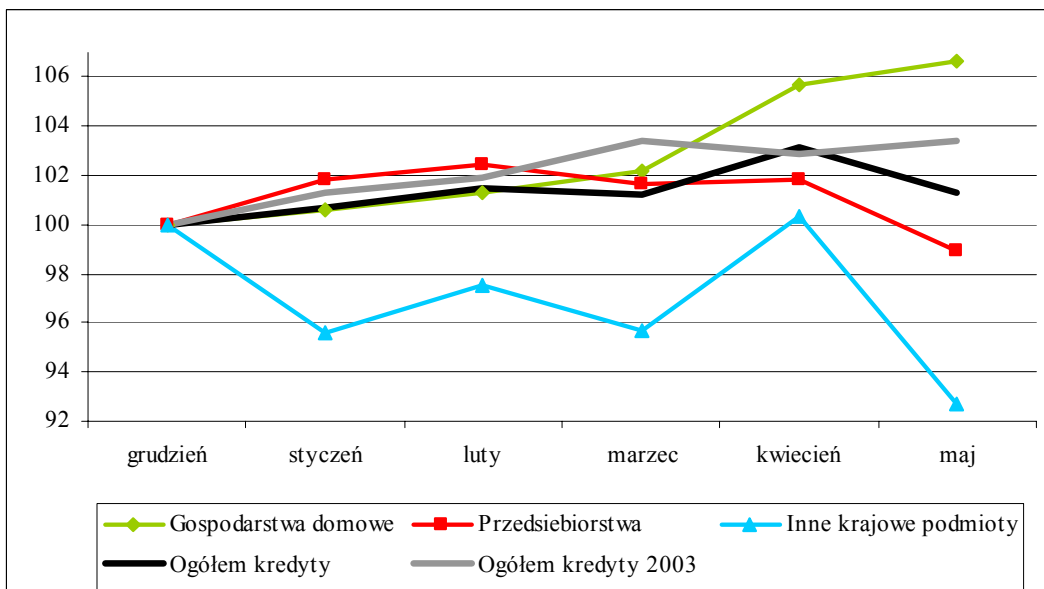
Sytuację w sektorze pod względem wolumenów najlepiej ilustrują poniższe wykresy.

#### Dynamika depozytów (koniec ubiegłego roku=100)



Źródło: NBP, DI BRE Banku

#### Dynamika kredytów (koniec ubiegłego roku=100)



Źródło: NBP, DI BRE Banku

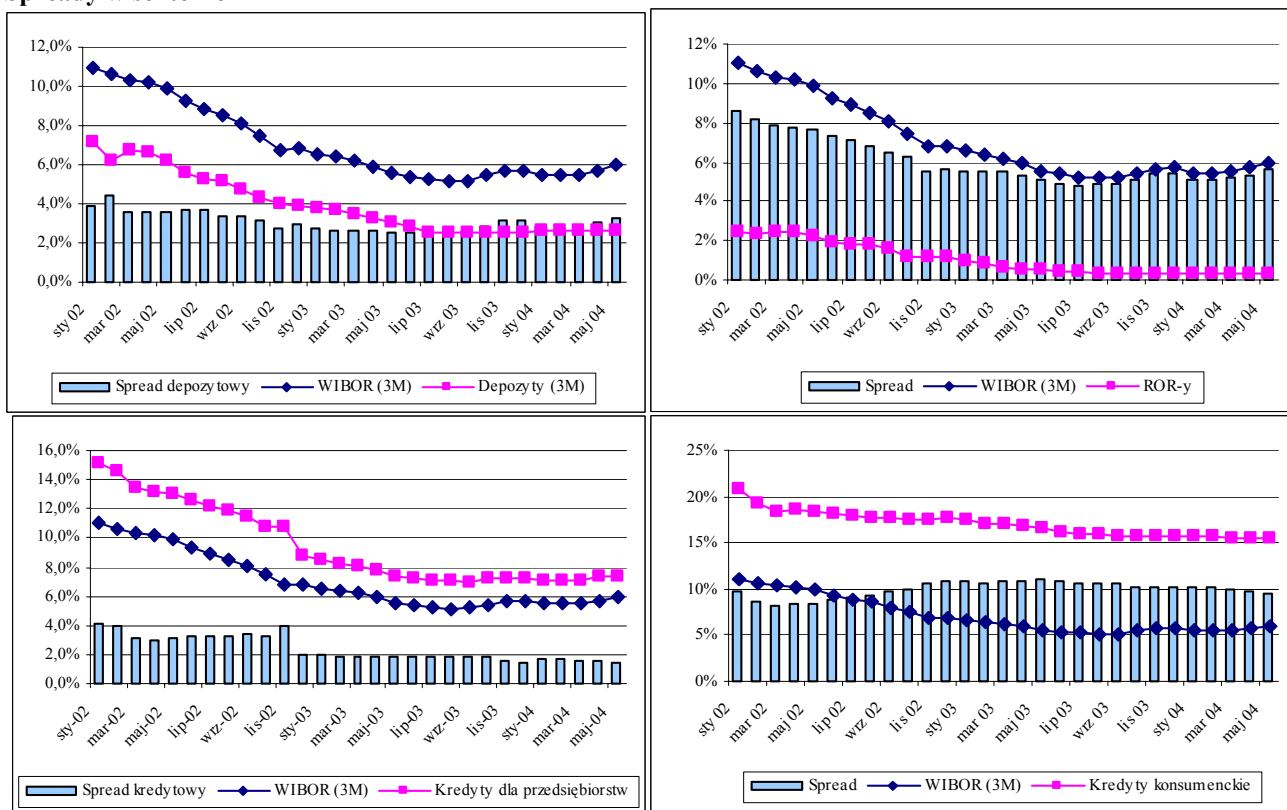


Wzrost WIBORu przełożył się na zwiększenie spreadów depozytowych, ale niedawne podwyżki oprocentowania ogłoszone przez większość banków (chyba za wyjątkiem tylko największych, czyli PKO i Pekao) pokazują, że było to zjawisko krótkotrwałe. Naszym zdaniem w sytuacji przechodzenia od strukturalnej nadpłynności do niedopłynności w sektorze bankowym, nawet cykl podwyżek stóp procentowych nie oznacza dla banków zwiększenia marż depozytowych, ponieważ ze względu na silną rywalizację o kurczące się depozyty banki będą konkurować ceną, czyli oprocentowaniem. Wzrosnąć może co najwyżej spread na rachunkach bieżących, ponieważ tutaj oprocentowanie nie odgrywa aż takiej roli.

Naszym zdaniem nasilająca się konkurencja między bankami spowoduje spadek marży kredytowej i obecne jej zmniejszenie jest tylko wstępem do dalszego zawężania w przyszłości. Banki widząc ożywienie w gospodarce i oczekując ożywienia w sektorze będą oczywiście przede wszystkim konkurować jakością produktów i udoskonalać marketing, ale konkurencja cenowa jest także nieuchronna.

Przy stabilnych spreadach depozytowych i presji na spready kredytowe, oczekujemy spadku marż już w II poł. roku.

## Spready w sektorze



Źródło: NBP, DI BRE Banku



**BPH PBK (SPRZEDAJ)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	Dynamika	2004P	2003	Dynamika
Przychody odsetkowe netto	306	262	17%	1221	1105	10%
WNDB	733	569	29%	2566	2356	9%
Zysk (strata) przed rezerwami	363	185	96%	1035	863	20%
Zysk (strata) brutto	284	117	143%	788	543	45%
Zysk (strata) netto	262	102	158%	623	333	87%

*Dane jednostkowe*

Wydaje się, że 2 kw. był bardzo udany dla BPH, nawet gdyby nie uwzględniać zdarzeń jednorazowych, a co dopiero przy ich uwzględnieniu. Nie tylko podobnie jak inne banki BPH skorzysta na nowych rozwiązaniach podatkowych (+34 mln zł), ale także zaksięguję dywidendę od PTE CU (ok. 15 mln zł) jak i zysk na sprzedaży GBG (szacujemy go na 70 mln), co w sumie da (po podatku) ok. 106 mln zł ekstra zysków. Dodając do tego lekką poprawę wyniku powtarzalnego (zakładamy większe przychody prowizyjne i swapowe przy niewielkim tylko wzroście kosztów i stabilizacji salda rezerw), uzyskujemy naprawdę imponujący wynik.

Musimy pamiętać, że utrudniona będzie interpretacja skonsolidowanych kwartalnych wyników banku, ponieważ ze względu na sprzedaż GBG 25 maja, przez ponad miesiąc GBG nie był konsolidowany, co oznacza mniejsze przychody i mniejsze koszty.

Oczywiście sprzedaż konsolidowanego banku obniży przyszłe wyniki BPH (tak skonsolidowane, jak i jednostkowe, w których GBG wykazywany był w wyniku jednostek podporządkowanych). W wynikach 1 kw. GBG miał pewien udział – bank zarobił 15,3 mln zł, co oznacza, że na akcjonariusza posiadającego 71% akcji banku przypadło ok. 11 mln zł (7% zysku grupy BPH). W 2 kw. GBG, według wstępnych deklaracji Getinu, zarobił ok. 9 mln zł, z czego BPH skonsoliduje pewnie ok. 4 mln zł, a więc o 7 mln mniej niż w 1 kw. W kolejnych kwartałach brak GBG będzie widać jeszcze dotkliwiej i może powracać pytanie, czy uzyskana przez BPH cena na poziomie ok. PE 9 na b.r. i PE 7 na 2005 r. (przyjmując prognozy opublikowane przez Getin) nie była zbyt niska.

**BZ WBK (TRZYMAJ)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	Dynamika	2004P	2003	Dynamika
Przychody odsetkowe netto	216	201	7%	857	829	3%
WNDB	460	419	10%	1785	1636	9%
Zysk (strata) przed rezerwami	185	119	55%	652	399	64%
Zysk (strata) brutto	150	88	70%	508	261	94%
Zysk (strata) netto	139	61	127%	393	130	203%

*Dane skonsolidowane*

Podobnie jak w całym sektorze, 2 kw. upłynął w BZ WBK pod znakiem zdarzeń jednorazowych, wspólnych dla całego sektora (podatkową korzyść szacujemy na 22 mln zł) jak i występujących tylko w tym banku. Ponieważ sprzedaż CardPointu przyniosła podobny zysk (ok. 55 mln zł), jak dywidendy od CU w 1 kw. (53 mln zł), wyniki do poziomu brutto będą najpewniej podobne do ubiegłego kwartału. Spodziewamy się trochę niższych przychodów, zwłaszcza odsetkowych, lekko obniżonych kosztów i większych rezerw, w wiec ostatecznie trochę niższego niż w 1 kw. zysku brutto i wyższego zysku netto.



### HANDLOWY (REDUKUJ)

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	Dynamika	2004P	2003	Dynamika
Przychody odsetkowe netto	195	182	7%	772	745	4%
WNDB	500	441	13%	1938	1891	2%
Zysk (strata) przed rezerwami	172	133	29%	635	652	-3%
Zysk (strata) brutto	123	83	49%	494	392	26%
Zysk (strata) netto	142	74	93%	400	243	65%

*Dane jednostkowe*

Nie tylko ze względu na korporacyjny charakter, ale także z powodu małej otwartości na inwestorów, trudno prognozować kwartalne wyniki banku. Spodziewamy się przychodów zbliżonych do 1 kw. i niższych kosztów (brak jednorazowych kosztów związanych z umowami z odprawami), co powinno zaowocować zwiększeniem zysku operacyjnego. Być może bank powtórnie zanotuje dodatnie saldo rezerw, ale zakładamy podejście bardziej konserwatywne i saldo na poziomie ok. 30 mln. W sumie powinno to zaowocować najlepszym zyskiem brutto od 3 kwartałów i (dzięki rozliczeniu podatku) najwyższym zyskiem netto od przełomu 1999 i 2000 r.

### KREDYT BANK (SPRZEDAJ)

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	Dynamika	2004P	2003	Dynamika
Przychody odsetkowe netto	168	184	-9%	669	723	-8%
WNDB	312	333	-6%	1321	1393	-5%
Zysk (strata) przed rezerwami	48	67	-27%	209	232	-10%
Zysk (strata) brutto	24	16	53%	96	-1382	-
Zysk (strata) netto	20	6	244%	88	-1567	-

*Dane skonsolidowane*

Bank obiecuje inwestorom i analitykom, że będzie się starał stać się przewidywalną spółką, więc zakładamy wyniki bardzo zbliżone do 1 kw. – czy było to słuszne założenie, czas pokaże. Liczymy więc na stabilizację przychodów (podobno cały czas bank redukuje niektóre ekspozycje kredytowe w segmencie korporacyjnym, ale pozytywnie na wyniki powinno wpłynąć ostatnie podwyższenie kapitałów banku), niewielki spadek kosztów (cały czas szuka się oszczędności) i umiarkowane saldo rezerw. Wielką zagadką jest podatek – bank deklaruje rozpisywanie różnego rodzaju korzyści na kilka kwartałów, więc nie spodziewamy się pozytywnego salda.

### PEKAO (TRZYMAJ)

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	Dynamika	2004P	2003	Dynamika
Przychody odsetkowe netto	547	572	-4%	2 228	2 375	-6%
WNDB	1 017	990	3%	4 196	4 073	3%
Zysk (strata) przed rezerwami	457	415	10%	1 883	1 770	6%
Zysk (strata) brutto	371	354	5%	1 477	1 276	16%
Zysk (strata) netto	353	250	41%	1 239	920	35%

*Dane skonsolidowane*

Kwartał temu spodziewaliśmy się, że 2 kw. przyniesie większe zyski z transakcji jednorazowych, więc w pewnym stopniu rozmowa z bankiem rozczarowała nas (obecnie oczekujemy tylko ok. 50 mln z rozliczenia podatku i 10 mln z zaliczenia odsetek zastrzeżonych do RZiS), ale pod względem powtarzalnych wyników 2 kw. nie powinien rozczarować. Bank jest zadowolony z wyniku prowizyjnego, sytuacja na rynku obligacji nie wpłynęła bardzo źle na wynik z operacji finansowych, a koszty tradycyjnie powinny być pod kontrolą. Zakładając saldo rezerw o 10 mln niższe niż w 1 kw. otrzymujemy trochę wyższy zysk brutto niż kwartał temu i wyższy zysk netto. Jeżeli zgodnie z zapowiedziami banku wysoka będzie dynamika w segmencie kredytów hipotecznych, a dodatkowo tradycyjnie dobre sterowanie oczekiwaniami rynku spowoduje, że opublikowany wynik zaskoczy pozytywnie inwestorów, powinniśmy oczekiwać po publikacji wyniku pozytywnego zachowania kursu.



**ING BSK (TRZYMAJ)**

(mln zł)	II kw. 2004P	II kw. 2003	Dynamika	2004P	2003	Dynamika
Przychody odsetkowe netto	195	223	-13%	816	869	-6%
WNDB	380	383	-1%	1522	1530	-1%
Zysk (strata) przed rezerwami	143	134	7%	604	579	4%
Zysk (strata) brutto	65	18	252%	332	146	126%
Zysk (strata) netto	79	3	2191%	282	29	881%

*Dane skonsolidowane*

Z rozmowy z bankiem wynika, że ING BSK przechodzi małe trzęsienie ziemi, mające na celu usprawnienie zarządzania, udoskonalenie produktów i ich silniejsze promowanie. Szczęśliwie miało to nie wpłynąć negatywnie na bieżące wyniki: przychody rosną, a koszty utrzymują się pod kontrolą. Niestety wygląda na to, że wyższy od naszych oczekiwań poziom kosztów w 1 kw. (213 mln zł wobec 198 w 4 kw. i 193 mln zł w 3 kw.) utrzyma się w całym roku. Wzrost w porównaniu z II półroczem ubiegłego roku wynika z kosztów premii, które w ubiegłym roku nie były płacone. Pewnie więc ING BSK straci pozycję banku o najniższym wskaźniku Koszty/Aktywa, ale w dalszym ciągu razem z Pekao i BPH będzie w gronie liderów pod względem efektywności kosztowej. W prognozie założyliśmy saldo rezerw na takim samym poziomie, jak w 1 kw. i pozytywny rezultat nowej regulacji podatkowej w wysokości 19 mln zł.

**Terminy publikacji raportów kwartalnych za II kwartał i półrocznych 2004 roku**

Spółka	Data publikacji rap. nieskonsolidowane za II kw.	Data publikacji rap. skonsolidowane za II kw.	Data publikacji rap. półrocznego skonsolidowane
BPH PBK	-	5.08.2004	30.09.2004
BRE	-	9.08.2004	30.09.2004
BZWBK	-	27.07.2004	27.08.2004
HANDLOWY	-	13.08.2004	29.10.2004
ING BSK	-	5.08.2004	30.09.2004
KREDYT BANK	-	16.08.2004	9.09.2004
PEKAO S.A.	-	11.08.2004	10.09.2004



## 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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[Emil.Onyszczuk@breinwest.com.pl](mailto:Emil.Onyszczuk@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 Roguwski tel. (+48 22) 697 48 82  
[Tomasz.Roguwski@breinwest.com.pl](mailto:Tomasz.Roguwski@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)  
Analiza techniczna

Dorota Puchlew tel. (+48 22) 697 47 41  
[Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl](mailto:Dorota.Puchlew@breinwest.com.pl)  
Asystent analityk

*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 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.