

18 czerwca 2013

Aktualizacja raportu



BRE DOM INWESTYCYJNY



Banki
Polska

Cena bieżąca	36,10 PLN
Cena docelowa	42,00 PLN
Kapitalizacja	45,1 mld PLN
Free float	31,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	214,10 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	31,4%
Aviva OFE	6,7%
ING OFE	5,2%
Pozostali	56,7%

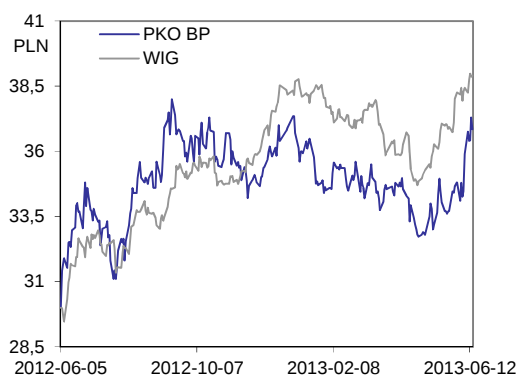
Profil spółki

PKO BP jest największym bankiem w Polsce z udziałem rynkowym w aktywach na poziomie ok. 16%. Bank ma największy w kraju portfel depozytów i kredytów detalicznych oraz drugi po Pekao portfel depozytów i kredytów korporacyjnych. Bank dysponuje zrównoważonym bilansem oraz zadawalającym poziomem współczynnika wypłacalności. Spółka posiada 99,6% udziałów w ukraińskim banku Kredobank, który jest odpowiedzialny za ok. 1% aktywów grupy. Bank ogłosił zamiar przejęcia większości polskich aktywów grupy Nordea, co pozwoli zwiększyć udział rynkowy o ok. 3%. W ramach średnioterminowej strategii na lata 2013-2015, bank chce generować ROE powyżej 15% oraz utrzymać wskaźnik koszty/przychodów poniżej 45%.

Ważne daty

20.06.2013 - ZWZ
05.08.2013 - publikacja raportu za 1H 2013
19.09.2013 - dzień dywidendy

Kurs akcji PKO BP na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37
Iza.Rokicka@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

PKO BP

PKO PW; PKO.WA

Kupuj

(Podtrzymana)

Atrakcyjna alokacja kapitału nadwyżkowego

Ponieważ podwyższamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 5% do 42,0 PLN, to podtrzymujemy naszą rekomendację Kupuj na walory PKO BP. Ostatnio ogłoszoną akwizycję większości aktywów grupy Nordea w Polsce (w tym Nordea Bank Polska, 14. największy bank na rynku) za 2,8 mld PLN, czyli efektywnie przy wskaźniku P/BV w wysokości 1,1x, postrzegamy pozytywnie, szczególnie względem wyceny poprzednich transakcji M&A w Polsce: 1,5x P/BV w przypadku Kredyt Banku i 1,7x w przypadku Polbanku. PKO BP nie tylko umocni swoją pozycję lidera w sektorze, wyraźnie deklasując Pekao i BZ WBK, ale również wykreuje wartość dodaną dla swoich akcjonariuszy. Przy utrzymującym się niskim popycie na kredyty, uważamy inwestycję w aktywa z potencjałem wygenerowania ROE na poziomie 13% w ciągu trzech lat jako lepszą niż utrzymywanie kapitału nadwyżkowego. Chociaż przejściowo akwizycja ta wpłynie na obniżenie dywidendy z zysku za 2013 do 20% z 60% w 2012, to tempo odbudowy kapitału przyspieszy po finalizacji dwóch aliansów strategicznych: w obszarze płatności (ok. 200 mln PLN zysku netto w 2013) oraz ubezpieczeń (nawet ok. 600 mln PLN zysku kapitałowego w 2014). Na naszych nowych, skorygowanych prognozach zysku netto (zakładających konsolidację Nordei od początku 2014), bank notowany jest na atrakcyjnym wskaźniku P/E w wysokości 15,3x na 2013 i 12,4x na 2014, odpowiednio 8% i 16% poniżej średniej dla sektora oraz 9% i 18% poniżej średniej dla Pekao i BZ WBK.

Aktywa Nordei dołożą nawet 443 mln PLN zysku netto w roku 2016

Zakładamy, że nabycie aktywów Nordei wpłynie pozytywnie na wyniki PKO BP w wysokości 218 mln PLN w 2014, 290 mln PLN w 2015 oraz 443 mln PLN w roku 2016. Oznacza to, że już w pierwszym roku inwestycji zwrot na niej (ok. 7%) przewyższy zwrot z zainwestowania 2,8 mld PLN kapitału nadwyżkowego na rynku międzybankowym lub w obligacje skarbowe. Docelowo, w 2016 pozwoli ona na podwyższenie wyniku banku o 11% i poprawienie zwrotu z kapitału z 13,1% do 14,6%.

Ryzyka inwestycyjne PKO BP

Poza kondycją sytuacji gospodarczej w Polsce (w tym poziomie rynkowych stóp procentowych), do ryzyk inwestycyjnych PKO BP należą: podaż akcji banku ze strony Skarbu Państwa (lock-up na 6% akcji wygasa w połowie lipca), brak zakładanych synergii z przejęcia aktywów Nordei oraz potencjalne zmiany regulacyjne obejmujące działalność bancassurance.

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P***	2015P***
Wynik odsetkowy	7 609	7 883	6 658	7 641	8 545
WNDB	11 000	11 392	9 961	11 359	12 485
Zysk operacyjny*	6 731	6 951	5 795	6 272	7 288
Zysk netto	3 807	3 749	3 151	3 522	4 244
Marża odsetkowa (%)	4,22	4,10	3,36	3,38	3,34
Koszty / Przychody (%)	39,6	39,9	44,2	45,7	42,5
ROE (%)	17,2	15,8	12,5	13,1	14,4
EPS (PLN)	3,05	3,00	2,52	2,82	3,40
BVPS (PLN)	18,26	19,77	20,43	22,75	24,31
DPS (PLN)**	1,27	1,80	0,50	1,83	2,21
P/E (x)	11,9	12,0	14,3	12,8	10,6
P/BV (x)	1,98	1,83	1,77	1,59	1,48
Stopa dywidendy (%)**	3,5	5,0	1,4	5,1	6,1

*przed kosztami rezerw; **dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym;
***konsolidacja nabytych aktywów Nordei

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

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 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały mogą mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

rekomendacja	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2012-12-10	2013-02-06
kurs z dnia rekomendacji	35,40	34,59
WIG w dniu rekomendacji	45538,45	46674,78