

18 listopada 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	38,7 PLN
Cena docelowa	35,7 PLN
Kapitalizacja	48,4 mld PLN*
Free float	23,6 mld PLN*
Średni dzienny obrót (3 mies.)	209,27 mln PLN

* uwzględnia PDA

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,24%
Pozostali	48,76%

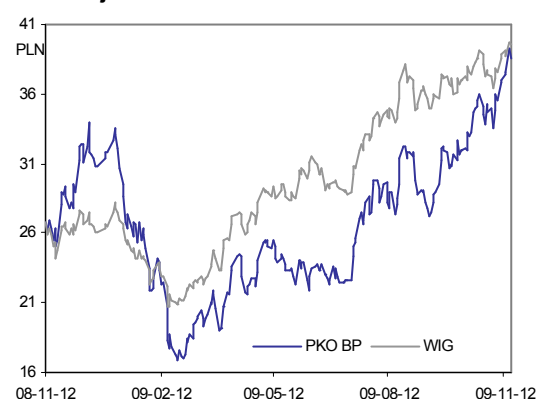
Strategia dotycząca sektora

Powrót płynności na rynki finansowe obniża koszt finansowania mając wpływ na rynek pieniądza hurtowego i skłonność banków do pozyskiwania drogiego depozytów. Umocnienie złotówki wspiera relacje kredyty/depozyty, poprawia współczynniki kapitałowe banków, ogranicza udział kredytów walutowych w portfelach i zmniejsza ryzyko odpisów na walutowych kredytach hipotecznych w przyszłości (LTV). Banki jednocześnie ograniczają akcję kredytową i są beneficjentami rosnącego portfela depozytów.

Profil spółki

PKO BP jest największym bankiem w Polsce pod względem wolumenów i liczby klientów. Zakończona właśnie emisja (4,9 mld PLN wpływów netto) podniesie współczynnik wypłacalności, który po 3Q09 i tak był na solidnym poziomie i sięgał 10,94%. Relacja kredyty/depozyty na koniec 3Q09 wynosiła 95%. Dzięki nowym kapitałom i zrównoważonemu wzrostowi kredytów i depozytów bank chce w dalszym ciągu rozwijać sumę bilansową szybciej niż rynek.

Kurs akcji PKO BP na tle WIG


Marta Jeżewska

(48 22) 697 47 37

marta.jezewska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PKO BP

PKOB.WA; PKO.PW

Redukuj

(Obniżona)

Coraz wyższe oczekiwania w cenach

Publikacja danych po 3Q09 wskazała na znaczące wzmocnienie pozycji PKO BP w segmencie korporacyjnym. Zdaniem banku kapitały pozyskane z emisji mają pozwolić na dalszy wzrost udziałów rynkowych. Zakładamy, że w przyszłym roku portfel kredytów ogółem wzrośnie o prawie 10%, depozytów o 9% (oczekiwania dla rynku to odpowiednio 5% i 8,5%). Uważamy, że w długim terminie bankowi coraz trudniej będzie pozyskiwać udziały rynkowe. Oczekujemy zmiany otoczenia. Obecnie wiele banków bardzo zaostrzyło kryteria akcji kredytowej w segmencie korporacyjnym. Poprawa profilu ryzyka zaskakująco innych graczy i utrudni zadanie postawione w PKO BP. Podnosimy nasze prognozy wyników finansowych na najbliższe dwa lata o 18% (lepsze wolumeny, lepsze przychody z prowizji, niższe odpisy na ryzyko). Wyznaczamy cenę docelową na poziomie 35,7 PLN/akcję (poprzednio 32 PLN/akcję). Wzrost wyceny wynika m.in. z podwyższenia prognoz wyników na najbliższe dwa lata, z mniejszej skali rozwodnienia, przesunięcia miesiąca na który wyznaczona jest wartość godziwa. Zalecamy redukcję akcji. Uważamy, że wycena na poziomie 16xEPS'10 i 12xEPS'11 zdyskontowała już perspektywę wzrostu PKO BP. CAGR'11/09 sięga 32%.

Wyniki 3Q09 i perspektywy na najbliższy kwartał

Wyniki 3Q09 były o 15% lepsze niż nasze oczekiwania, przy czym wynik operacyjny przed rezerwami o 8% przekroczył nasze oczekiwania. Największym pozytywnym zaskoczeniem w wynikach był poziom wyniku prowizyjnego. Niższe były również odpisy na rezerwy kredytowe. W ostatnim kwartale oczekujemy sezonowego wzrostu wydatków (zgodnie z zapowiedziami zarządu zaważają na tym wyższe rezerwy na premie i sezonowy wzrost kosztów rzeczowych związanych z kończącymi się w banku projektami i zamykaniem budżetów). Uważamy, że w relacji do 3Q09 wzrosną również odpisy na złe kredyty. W przyszłym roku oczekujemy wzrostu wyniku operacyjnego przez rezerwami o 11% (wyższe przychody przy kosztach pod ścisłą kontrolą). Spadną również odpisy na ryzyko kredytowe ze względu na niższe tempo wzrostu należności nieregularnych.

Dywidenda

Po wynikach za 3Q09 w prasie pojawiły się informacje, że w tym roku raczej nie zostanie zatwierdzona i uchwalona dywidenda zaliczkowa z zysków za 2009 rok. Nie ma to większego wpływu na wycenę, gdyż w tej sytuacji można oczekiwać wyższej dywidendy w przyszłym roku. Zakładamy wypłatę 2/3 tegorocznych zysków (około 1,5 mld PLN). Za wyjątkiem tego okresu pozostawiamy nasze założenia bez zmian (połowa zysku w ciągu kolejnych kilku lat to około 75% w długim terminie).

(w mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	4 647	6 127	5 050	6 005	6 579
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%	3,5%	3,8%	3,8%
WNDB	7 445	9 097	8 577	9 118	9 820
Zysk operacyjny*	3 662	5 092	4 589	5 095	5 737
Zysk brutto	3 609	3 977	2 958	3 911	5 095
Zysk netto**	2 904	3 121	2 304	3 087	4 021
ROE	26,4%	24,1%	13,5%	14,7%	17,5%
P/E	13,3	12,4	21,0**	15,7	12,0
P/BV	3,2	2,8	2,4	2,2	2,0
D/PS***	1,09	1,00	1,40	1,23	1,61
Dividend yield	2,8%	3,6%	3,6%	3,2%	4,2%

* przed kosztami rezerw; ** zysk netto za rok podzielony przez 1,25 mln akcji, emisja 0,25 mln akcji była w październiku; *** dywidenda za rok, wypłacana w roku następnym;

Wyniki 3Q09

Wynik netto na poziomie 639 mln PLN o 15% przekroczył nasze oczekiwania (555 mln PLN) i konsensus rynkowy (566 mln PLN). Źródłem tego były: o 51 mln PLN wyższy wynik na działalności bankowej, o 18 mln PLN niższe wydatki i rezerwy niższe o 37 mln PLN. W wyniku na działalności bankowej największym zaskoczeniem był wynik prowizyjny (o 57 mln PLN wyższy od prognozy i konsensusu rynkowego na poziomie 644 mln PLN, najwyższa prognoza na rynku 659 mln PLN). Wynik odsetkowy przekroczył prognozę (1196 mln PLN) i konsensus (1167 mln PLN), ale wynika to przede wszystkim z włączenia do wyniku odsetkowego wyceny instrumentów pochodnych (zabezpieczenia). Konsekwencją tego był znacznie niższy wynik handlowy (108 mln PLN vs. 252 mln PLN w prognozie). Współczynnik wypłacalności sięgnął 10,94%, jednak w kontekście przeprowadzonej już w 4Q09 emisji akcji, ulegnie on znacznemu podwyższeniu w momencie rejestracji emisji (szacujemy wzrost do ponad 14,5%). Wolumeny wzrosły o około 3% Q/Q (kredyty 3,7% Q/Q, depozyty 3,3% Q/Q). Relacja kredyty/depozyty wyniosła 95% i wzrosła nieznacznie z 94% kwartał wcześniej. Wyniki oceniamy jako dobre, zwracając szczególną uwagę na bardzo dobry wynik prowizyjny.

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

(mln PLN)	3Q09P	różnica	3Q09	zmiana	3Q08	1-3Q09P	różnica	1-3Q09	zmiana	1-3Q08
Wynik odsetkowy	1 196	11,4%	1 332	-16,3%	1 592	3 497	3,9%	3 634	-19,4%	4 506
Wynik prowizyjny	644	9,0%	701	18,0%	594	1 815	3,2%	1 873	6,0%	1 766
NIM	3,4%		3,7%		5,3%	3,3%		3,4%		5,2%
WNDB	2 091	2,4%	2 142	-8,7%	2 345	6 270	0,8%	6 320	-6,4%	6 749
Koszty działania	-1 047	-1,7%	-1 029	-1,7%	-1 047	-3 122	-0,6%	-3 104	1,6%	-3 057
Wynik operacyjny*	1 090	7,9%	1 177	-13,9%	1 366	3 350	2,6%	3 437	-11,4%	3 877
Saldo rezerw	-401	-9,1%	-364	44,9%	-251	-1 165	-3,1%	-1 128	163,6%	-428
Zysk brutto	694	17,3%	814	-27,1%	1 117	2 190	5,5%	2 310	-33,4%	3 469
Zysk netto	555	15,0%	639	-29,4%	904	1 706	4,9%	1 789	-35,0%	2 753

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

* przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy okazał się znacznie powyżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego, jednak naszym zdaniem wynika to z wdrożenia od 1 lipca br. rachunkowości zabezpieczeń i wliczania do odsetek wyceny instrumentów pochodnych. Wnioskujemy tak na podstawie znacznej skali spadku wyniku handlowego, który zaskoczył nas mocno in minus. W wyniku odsetkowym za 3Q09 zaksięgowano 174 mln PLN przychodów z tytułu instrumentów pochodnych zabezpieczających. W ubiegłym roku całość księgowana była w wyniku handlowym, a w pierwszej połowie tego roku 77 mln PLN przez dwa kwartały. Oczekujemy, że w przyszłym roku marża odsetkowa netto (na aktywach ogółem) wzrośnie do poziomu 3,8% (uwzględniamy wpływ rozliczenia instrumentów zabezpieczających przez wynik odsetkowy).

Wynik prowizyjny, który naszym zdaniem był największą pozytywną niespodzianką wzrósł szczególnie w pozycji „ubezpieczenia kredytów i pozostałe”. Wynika to naszym zdaniem m.in. ze zmiany profilu sprzedaży w banku. Bank notuje większe wolumeny sprzedaży kredytów gotówkowych, którym towarzyszy większa skala sprzedaży produktów ubezpieczeniowych (księgowanych bezpośrednio w wyniku prowizyjnym, a nie rozliczanych w czasie jak w przypadku prowizji kredytowych). Zmiana profilu tego rodzaju produktów w przyszłości (mniejszy udział sprzedawanych przy okazji ubezpieczeń), może ograniczyć potencjał wzrostu tej linii wyników. Większe obudowanie tego typu produktami mogło dotyczyć również innych produktów kredytowych. W zakresie przychodów z tytułu obsługi kont i kart klientów (udzielone kredyty i pożyczki, obsługa rachunków bankowych, karty płatnicze, operacje kasowe), nie było większych niespodzianek. Przychody te wzrosły w związku z weryfikacją opłat za prowadzenie rachunków w 2Q09 i aktywnej sprzedaży kredytów, w tym gotówkowych.

Koszty działania zostały pod kontrolą, a ich poziom był o 18 mln PLN poniżej naszych oczekiwań. O ile koszty osobowe nie zaskoczyły wzrastając aż o 11% Q/Q, (56 mln PLN), to koszty rzeczowe spadły kolejny kwartał z rzędu, tym razem aż o 6,5% Q/Q. W przypadku kosztów osobowych pamiętać należy o podwyżkach, w tym roku wyjątkowo wprowadzonych od połowy roku (a nie w drugim kwartale). Zgodnie z zapowiedziami zarządu należy oczekiwać sezonowego wahanía wydatków w konsekwencji wyższych rezerw na premie i kończące się liczne projekty w banku.

Struktura kosztów

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
Koszty osobowe	555	604	587	683	573	523	579
Koszty rzeczowe	291	353	353	441	393	356	333
Amortyzacja	102	106	107	114	115	114	116
RAZEM	948	1 062	1 047	1 238	1 082	994	1 029

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

Saldo rezerw sięgnęło 364 mln PLN (1,3% kredytów netto) i było poniżej naszych oczekiwań. W dalszym ciągu rośnie wskaźnik należności nieregularnych, choć tempo jego wzrostu zaczyna zwalniać. Wskaźnik kredytów nieregularnych do kredytów ogółem wyniósł 7,3% (3,6% na koniec 2008, 7,1% po 2Q09). Niepokoi nas niski poziom pokrycia należności nieregularnych rezerwami (tylko 42%, na koniec roku 76%). Bank tłumaczy to zaostrożną polityką identyfikowania należności nieregularnych, która zalicza do tej kategorii kredyty, które są obsługiwane. W kolejnych kwartałach oczekujemy powolnego wzrostu wskaźnika pokrycia ze względu na inny charakter rezerw. W mniejszym stopniu źródłem nowych należności nieregularnych będą kredyty korporacyjne (zabezpieczone), a rosnący udział odnotują niezabezpieczone kredyty gotówkowe (efekt rosnącej obecnie sprzedaży). Uważamy jednak, że w przyszłym roku odpisy na rezerwy spadną istotnie w relacji do 2009 roku.

Wolumeny wzrastały kolejny kwartał. Po stronie kredytów wzrastały praktycznie wszystkie segmenty, choć nominalnie najwięcej wzrosły kredyty detaliczne, mieszkaniowe i kredyty korporacyjne. Po stronie wolumenów depozyty korporacyjne wzrosły o ponad 3 mld PLN Q/Q i to one odpowiadały za wysoki przyrost bazy depozytowej. Pozostałe segmenty zwiększały wolumen (łącznie o około 1 mld PLN), choć w tym zakresie bank mógł rozwijać się nieco szybciej. Pozytywnie oceniamy utrzymanie się wskaźnika kredyty/depozyty na poziomie niewiele zmienionym w relacji do poprzedniego kwartału (95%).

Kredobank, ukraiński bank z grupy, dalej odnotowuje kwartalne straty (-20,3 mln PLN w 3Q09), jednak ich skala wyraźnie zmalała (w pierwszej połowie roku strata netto na poziomie 125,6 mln PLN).

Zestawienie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	Q/Q	R/R
Kredyty netto	81 171	85 625	91 273	101 108	106 540	107 799	111 817	3,7%	22,5%
Depozyty	90 692	92 611	95 225	102 939	110 372	114 116	117 888	3,3%	23,8%
Suma bilansowa	113 805	117 788	122 103	134 636	139 388	142 259	146 579	3,0%	20,0%
Wynik odsetkowy netto	1 427	1 487	1 592	1 621	1 193	1 108	1 332	20,2%	-16,3%
Wynik prowizyjny netto	591	581	594	645	550	622	701	12,8%	18,0%
Wynik handlowy	80	238	159	81	356	349	108	-69,1%	-32,1%
Wynik na działalności bankowej	2 098	2 306	2 345	2 348	2 099	2 080	2 142	3,0%	-8,7%
Pozostałe przychody operacyjne netto	64	53	68	107	46	110	64	-41,9%	-5,6%
Przychody bankowe	2 162	2 359	2 413	2 455	2 145	2 190	2 206	0,7%	-8,6%
Koszty działania i amortyzacja	-948	-1 062	-1 047	-1 240	-1 082	-994	-1 029	3,6%	-1,7%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	1 214	1 297	1 366	1 215	1 063	1 196	1 177	-1,6%	-13,9%
Saldo rezerw	-27	-150	-251	-702	-374	-390	-364	-6,7%	44,9%
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	3	13	2	-4	5	-6	2	-131,1%	-27,3%
Zysk brutto	1 190	1 161	1 117	509	695	800	814	1,8%	-27,1%
Podatek dochodowy	-230	-258	-208	-142	-152	-183	-172	-6,2%	-17,2%
Wynik udziałowców mniejszościowych	-9	-6	-5	1	-2	-7	-4	-45,2%	-26,9%
Zysk netto	952	897	904	368	541	610	639	4,7%	-29,4%

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP



Wycena

Wycena metodą dochodową

Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), koszty kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny w relacji do poprzedniego raportu. Sporządzamy prognozy wyników finansowych do 2018 roku. ROE długoterminowe to ROE osiągnięte przez bank w ostatnim roku prognozy (2018).

Dywidendy

Dywidendy zaliczkowej za 2009 rok nie będzie. Wcześniej na taką możliwość wskazywały uchwały walnego zgromadzenia, które zatwierdziły zmiany w statucie umożliwiające taki scenariusz. Nie ma to dużego wpływu na wycenę ze względu na i tak niewielki stopień wypłaty, jak również fakt, że można oczekiwać wyższego poziomu wypłaty w przyszłym roku. Zakładamy, że z zysku za 2009 rok bank wypłaci około 1,5 mld PLN (66% zysku).

W kolejnych latach zakładamy stopę wypłaty z zysków bez zmian. Uważamy, że zgodnie z historycznymi poziomami wypłat, bank wypłacać będzie połowę rocznych zysków (horyzont do końca 2012 roku). W długim terminie, zakładamy rosnącą stopę dywidendy do poziomu około 75%. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu.

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich z dnia, na który sporządzana jest wycena. Pozostawiamy również premię za ryzyko na poziomie 5% oraz dla każdego z banków zakładamy „beta” na poziomie 1.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 16 listopada na poziomie 6,112%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 11,11%.



Wycena metodą dochodową

(PLN/akcję)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	+
Stopa wolna od ryzyka	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	6,11%	
Premia za ryzyko	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Koszt kapitału	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	11,11%	
EPS	1,8	2,5	3,2	3,5	3,9	4,1	4,4	4,6	4,8	4,9	
EPS zmiana R/R (%)	-40,9%	34,0%	30,3%	9,8%	9,2%	7,5%	6,0%	4,7%	3,7%	3,4%	
BVPS	16,1	17,4	19,4	21,3	23,4	25,4	27,3	29,0	30,6	32,0	
BVPS zmiana R/R (%)	15,6%	7,8%	11,4%	9,9%	9,8%	8,7%	7,5%	6,4%	5,3%	4,4%	
ROE	13,5%	14,7%	17,5%	17,4%	17,3%	17,0%	16,7%	16,3%	16,0%	15,8%	
Długoterminowe ROE											15,8%
Stopa wzrostu											4,0%
Implikowany P/BV											1,66
Wartość kapitału, koniec 2017											53,0
Wartość kapitału, koniec 2016											47,7
Wartość kapitału, koniec 2015											42,9
Wartość kapitału, koniec 2014											38,6
Wartość kapitału, koniec 2013											34,8
Wartość kapitału, koniec 2012											31,3
Wartość kapitału, koniec 2011											28,2
Wartość kapitału, koniec 2010											25,3
Wartość kapitału, koniec 2009											22,8
Wartość kapitału, koniec 2008											20,5
Wartość kapitału, koniec 2007											18,5
DPS	1,22	1,23	1,61	1,77	2,12	2,49	2,86	3,22	3,58	3,69	
DPS/EPS	66,0%	50,0%	50,0%	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	75,0%	74,7%	
Zdyskontowane DPS	1,01	0,92	1,08	1,07	1,16	1,22	1,26	1,28	1,28	1,21	
Zdyskontowane DPS razem											11,50
WG na sierpień 2008											33,0
9MTP											35,7
obecna cena											38,70
potencjał zmiany											-7,7%

Źródło: DI BRE Banku

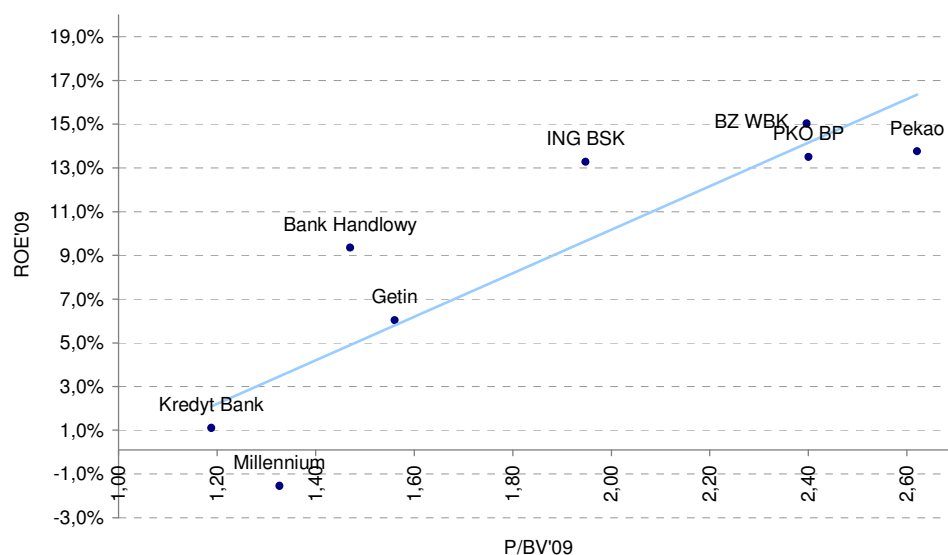
* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 16 listopada 2009

Podsumowanie wskaźników banków

	cena	P/BV			P/E			PBV/ROE		
		2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
BZ WBK	189,1	2,4	2,1	1,8	17,1	15,1	10,7	15,9	14,1	10,0
dyskonto/premia do mediany		53,6%	44,4%	30,6%	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	-5,1%	2,2%
dyskonto/premia do średniej		32,6%	25,7%	22,4%	1,8%	-13,1%	4,0%	0,1%	-15,8%	2,6%
Getin	8,38	1,6	1,4	1,2	26,6	13,3	7,6	25,8	12,6	7,0
dyskonto/premia do mediany		0,0%	-2,5%	-13,7%	55,2%	-11,8%	-27,4%	62,0%	-14,9%	-28,0%
dyskonto/premia do średniej		-13,7%	-15,1%	-19,1%	58,1%	-23,3%	-26,1%	62,1%	-24,4%	-27,8%
B. Handlowy	69,5	1,5	1,4	1,4	16,5	15,0	11,5	15,7	14,8	11,3
dyskonto/premia do mediany		-5,8%	0,0%	0,0%	-4,0%	-0,6%	10,0%	-1,4%	0,0%	15,6%
dyskonto/premia do średniej		-18,7%	-12,9%	-6,3%	-2,3%	-13,6%	12,1%	-1,3%	-11,2%	16,0%
ING BSK	722,0	1,9	1,7	1,5	15,6	13,9	10,5	14,7	13,0	9,8
dyskonto/premia do mediany		24,8%	19,3%	7,5%	-8,7%	-8,0%	0,0%	-8,0%	-12,1%	0,0%
dyskonto/premia do średniej		7,8%	3,8%	0,7%	-7,1%	-20,0%	1,9%	-7,9%	-21,9%	0,3%
Kredyt Bank	11,7	1,2	1,1	1,0	108,1	27,4	8,5	107,5	26,8	8,0
dyskonto/premia do mediany		-23,8%	-20,5%	-26,5%	530,4%	81,4%	-18,9%	574,1%	81,0%	-17,9%
dyskonto/premia do średniej		-34,3%	-30,8%	-31,1%	542,0%	57,7%	-17,3%	574,7%	60,7%	-17,6%
Millennium	4,33	1,3	1,3	1,1	-85,2	24,0	8,8	-85,9	23,4	8,3
dyskonto/premia do mediany		-15,0%	-12,2%	-19,5%	-597,2%	58,8%	-15,7%	-638,8%	57,6%	-15,0%
dyskonto/premia do średniej		-26,6%	-23,6%	-24,5%	-606,3%	38,1%	-14,1%	-639,2%	39,9%	-14,7%
Pekao	183,00	2,6	2,4	2,3	20,4	16,4	14,2	19,0	15,8	13,7
dyskonto/premia do mediany		68,0%	71,1%	67,8%	18,8%	8,3%	35,0%	19,4%	6,8%	40,6%
dyskonto/premia do średniej		45,0%	48,9%	57,3%	20,9%	-5,8%	37,6%	19,5%	-5,2%	41,0%
mediana		1,6	1,4	1,4	17,1	15,1	10,5	15,9	14,8	9,8
średnia		1,8	1,6	1,5	16,8	17,4	10,3	15,9	16,7	9,7
PKO BP	38,70	2,4	2,2	2,0	21,0	15,7	12,0	17,8	15,1	11,4
dyskonto/premia do mediany		53,8%	55,5%	46,3%	22,5%	3,8%	14,7%	11,4%	2,0%	17,1%
dyskonto/premia do średniej		32,8%	35,4%	37,1%	24,7%	-9,7%	16,9%	11,5%	-9,5%	17,4%

Źródło: DI BRE Banku

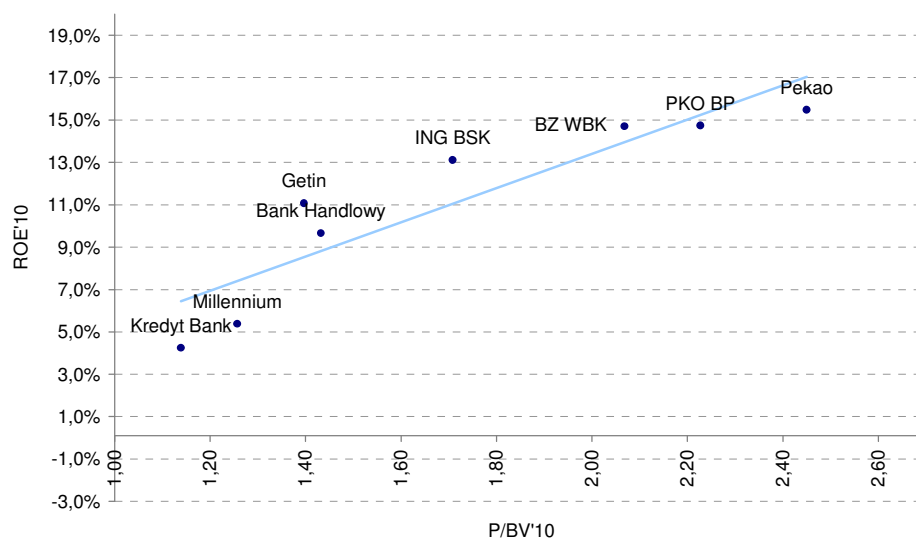
ROE'09 vs. P/BV'09



Źródło: DI BRE Banku



ROE'10 vs. P/BV'10



Źródło: DI BRE Banku

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT PKO BP

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody odsetkowe netto	4 647	6 127	5 050	6 005	6 579	7 128
Przychody pozaodsetkowe	2 798	2 969	3 527	3 113	3 241	3 362
Wynik z prowizji	2 332	2 412	2 593	2 693	2 813	2 935
Wynik handlowy	466	558	934	420	428	428
Wynik na działalności bankowej	7 445	9 097	8 577	9 118	9 820	10 490
Inne przychody operacyjne netto	258	292	290	300	300	300
Przychody bankowe ogółem	7 702	9 388	8 868	9 418	10 121	10 790
Koszty nieodsetkowe	-4 041	-4 296	-4 279	-4 323	-4 384	-4 503
Koszty osobowe	-2 289	-2 429	-2 330	-2 317	-2 320	-2 375
Amortyzacja	-382	-430	-462	-474	-471	-471
Inne koszty	-1 370	-1 437	-1 487	-1 532	-1 593	-1 657
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	3 662	5 092	4 589	5 095	5 737	6 287
Saldo rezerw	-57	-1 130	-1 631	-1 184	-642	-694
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	4	16	0	0	0	0
Zysk brutto	3 609	3 977	2 958	3 911	5 095	5 593
Podatek dochodowy	-668	-838	-631	-824	-1 074	-1 179
Zyski udziałowców mniejszościowych	-38	-19	-23	0	0	0
Zysk netto	2 904	3 121	2 304	3 087	4 021	4 414
Dywidendy wypłacone	1 090	1 000	1 520	1 543	2 011	2 207

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,4%	5,0%	3,5%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,7%	5,4%	3,8%	4,0%	4,1%	4,0%
Spread odsetkowy	4,5%	5,1%	3,4%	3,6%	3,7%	3,6%
Koszty / Przychody	52,5%	45,8%	48,3%	45,9%	43,3%	41,7%
Koszty / Aktywa	3,8%	3,2%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%
Koszty osobowe / Przychody	29,7%	25,9%	26,3%	24,6%	22,9%	22,0%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-1,5%	-22,2%	-35,5%	-23,2%	-11,2%	-11,0%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,1%	-1,3%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem	39,7%	34,7%	43,1%	36,2%	35,0%	33,9%
Zysk operacyjny / Aktywa	3,5%	4,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%
ROE	26,4%	24,1%	13,5%	14,7%	17,5%	17,4%
ROA	2,8%	2,6%	1,6%	2,0%	2,3%	2,4%

ROCZNA STOPA WZROSTU

Zysk netto	35,1%	7,5%	-26,2%	34,0%	30,3%	9,8%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	35,3%	39,1%	-9,9%	11,0%	12,6%	9,6%
Przychody bankowe ogółem	18,2%	21,9%	-5,5%	6,2%	7,5%	6,6%
Przychody odsetkowe netto	21,3%	31,9%	-17,6%	18,9%	9,6%	8,3%
Przychody nieodsetkowe	13,8%	6,7%	17,1%	-10,6%	3,7%	3,4%
Koszty nieodsetkowe	6,0%	6,3%	-0,4%	1,0%	1,4%	2,7%



BILANS

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	4 683	5 837	6 005	5 548	8 075	8 546
Należności od sektora finansowego	5 261	3 364	6 672	6 165	8 973	9 496
Dłużne papiery wartościowe	15 202	14 572	16 925	18 608	19 908	21 759
Kredyty i pożyczki	76 417	101 108	112 834	124 057	132 720	145 058
Akcje, udziały i inne inwestycje	1 767	3 940	3 229	3 550	3 798	4 151
Aktywa trwałe	4 004	4 317	4 254	4 367	4 340	4 340
Inne aktywa	1 204	1 499	1 256	1 381	1 477	1 615
Razem aktywa	108 538	134 636	151 176	163 676	179 291	194 965
Zobowiązania wobec sektora finansowego	4 704	6 991	5 829	6 351	6 978	7 617
Depozyty	86 580	102 939	116 581	127 017	139 556	152 332
Wyemitowane papiery wartościowe	179	212	190	190	190	190
Otrzymane pożyczki podporządkowane	1 615	1 619	1 619	1 619	1 619	1 619
Inne zobowiązania	3 481	8 877	6 748	6 716	6 682	6 532
Kapitały własne	11 921	13 952	20 155	21 722	24 200	26 603
Kapitał zakładowy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Razem pasywa	108 538	134 636	151 176	163 676	179 291	194 965

Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	3,6%	4,2%	7,4%	9,0%	9,0%	9,0%
Kredyty nieregularne / Aktywa	2,6%	3,1%	5,6%	6,9%	6,8%	6,8%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	86,2%	69,3%	46,9%	45,2%	47,5%	48,7%
Rezerwy / Kredyty ogółem	3,1%	2,9%	3,5%	4,1%	4,3%	4,4%
Rezerwy / Aktywa	2,2%	2,2%	2,6%	3,1%	3,2%	3,3%

ANALIZA AKTYWÓW

Kapitały własne / Aktywa	11%	10%	13%	13%	13%	14%
Kredyty / Aktywa	70%	75%	75%	76%	74%	74%
Depozyty / Aktywa	80%	76%	77%	78%	78%	78%
Kredyty / Depozyty	88%	98%	97%	98%	95%	95%
Stopa wzrostu kredytów	30%	32%	12%	10%	7%	9%
Stopa wzrostu depozytów	4%	19%	13%	9%	10%	9%
Stopa wzrostu aktywów	6%	24%	12%	8%	10%	9%



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 stanowić 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, 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 lub mogły 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	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-19	2009-06-09	2009-08-05	2009-08-24
kurs z dnia rekomendacji	20,65	28,40	26,97	25,25	32,60	34,99
WIG w dniu rekomendacji	22719,61	29777,06	29893,31	30835,06	35363,92	37915,39