

PKO BP

Największa oferta publiczna w historii

PKO BP to lider polskiej bankowości. Wielkość portfela kredytowego, wartość zebranych depozytów, sieć placówek, a także liczba obsługiwanych klientów plasują bank na pierwszym miejscu w sektorze. Spółka działa zarówno w segmencie korporacyjnym jak i detalicznym. Bank posiada również największy udział w segmencie obsługi jednostek budżetowych. Grupa PKO BP, to poza samym bankiem także szereg specjalistycznych podmiotów finansowych, które kompleksowo uzupełniają ofertę banku.

Oferta publiczna

Wycena ROE-P/BV	24.6 PLN
Wycena porównawcza	22.3 PLN

	Wynik z tytułu odsetek	Wynik z tytułu prowizji	WNB	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2002	3 463	1 063	5 675	2 104	1 051	1.1	0.0	5.5	19.0	3.6	62.9	1.3	22.3
2003	3 496	1 334	5 569	1 863	1 228	1.2	0.0	6.4	16.3	3.1	66.6	1.5	20.7
2004P	3 577	1 485	5 649	1 870	1 453	1.5	0.0	7.9	13.8	2.5	66.9	1.7	20.4
2005P	3 687	1 587	5 890	2 045	1 587	1.6	0.4	9.0	12.6	2.2	65.3	1.8	18.8
2006P	3 783	1 702	6 132	2 146	1 626	1.6	0.5	10.2	12.3	2.0	65.0	1.7	17.0

prognozy Millennium DM, mln PLN, wskaźniki przy cenie 20 PLN za akcję, WNB zawiera wynik ze sprzedaży

Lider bankowości detalicznej

Specyfiką działalności PKO BP, która odróżnia go od innych banków z pierwszej dziesiątki sektora, jest wysoka ekspozycja na bardzo rentowny segment detaliczny. Udział banku na rynku kredytów i depozytów dla ludności wynosi odpowiednio 20.7% i 29.5% (dla porównania udział PKO BP w aktywach sektora to około 17%).

Rekordowe wyniki

Koncentracja na działalności w segmencie detalicznym oraz niższe odpisy na rezerwy korzystnie wpłynęły na wyniki banku w poprzednich latach. Po niskich wynikach pod koniec lat dziewięćdziesiątych, od 2002 roku bank zajmuje pierwsze miejsce w sektorze pod względem zysku netto (1051 mln PLN w 2002 roku i 1228 mln PLN w 2003). W kolejnych okresach prognozujemy utrzymanie korzystnych tendencji w zakresie zyskowności. Szacujemy, że w latach 2004-2006 zyski netto spółki wyniosą odpowiednio 1453, 1587 oraz 1626 mln PLN.

Wycena

PKO BP to klasyczny blue chip (wysoka kapitalizacja i płynność, zadowalająca efektywność działania, rozpoznawalna marka). Dodatkowym czynnikiem zwiększającym atrakcyjność spółki jest przeprowadzany obecnie proces restrukturyzacji (nowe systemy IT, reorganizacja back-office, redukcje zatrudnienia), który w dłuższym terminie dodatnio wpłynie na wartość spółki. Zakładając średnioroczny wzrost zysku netto w latach 2004-2008 na poziomie 9.4% oraz przyjmując ostrożny szacunek stopy wzrostu po roku 2008 na 5%, wyceniamy 1 akcję Banku PKO BP na 23.5 PLN. Otrzymana wycena jest średnią z wyceny dwoma metodami: metodą ROE-P/BV (24.6 PLN) oraz wyceny porównawczej (22.3 PLN).

Prywatyzacja

Przeprowadzana obecnie prywatyzacja PKO BP to największa tego typu operacja w historii polskiego rynku kapitałowego. Skarb Państwa zamierza sprzedać 300 mln akcji o szacunkowej wartości około 6 mld PLN. Dla inwestorów indywidualnych sprzedający przewidział 2-4% dyskonto przy zakupie akcji. Dodatkowo, na każde objęcie 20 walorów spółki po roku inwestorowi będzie przysługiwać jedna akcja premiowa (darmowa).

Kalendarium publicznej oferty akcji

22-29 października	Zapisy w transzy inwestorów indywidualnych (I okres)
2-3 listopada	Zapisy w transzy inwestorów indywidualnych (II okres)
3 listopada	Ogłoszenie ceny emisyjnej
6 listopada	Przydział akcji
10 listopada	Przewidywany początek notowań

max/min 52 tygodnie (PLN)	-
Liczba akcji (mln)	1 000
Kapitalizacja (mln PLN)	20 000
Kapitał własny (mln PLN)	6 394
Free float (mln PLN)	6 000
Średni obrót (mln PLN)	-
główny akcjonariusz	Skarb Państwa
% akcji, % głosów	59.5/59.5
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	- - -
Zmiana rel. do WIG20 (%)	- - -

*po emisji, przy założeniu ceny 1 akcji 20 PLN

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

SPIS TREŚCI

PKO BP - podsumowanie	3
Strategia i plany rozwoju banku	3
Czynniki ryzyka	5
Publiczna oferta sprzedaży akcji	6
Wycena	8
<i>Wycena ROE-P/BV</i>	8
<i>Wycena porównawcza</i>	10
Sytuacja w sektorze bankowym w 2004 roku	11
PKO BP - charakterystyka działalności	14
<i>Grupa PKO BP</i>	15
<i>Portfel kredytowy banku</i>	18
<i>Działalność depozytowa</i>	22
<i>Pozycja banku na rynku detalicznym</i>	23
Wyniki finansowe PKO BP	24
<i>Dochody</i>	24
<i>Koszty działalności banku</i>	26
Prognozy wyników finansowych PKO BP	29

PKO BP

Lider na rynku bankowości detalicznej

PKO BP jest największym bankiem w Polsce. Spółka jest liderem pod względem wielkości aktywów, udziałów w rynku kredytów i depozytów, liczby obsługiwanych klientów oraz wydanych kart płatniczych. Działalność banku wspomagają liczne spółki zależne, między innymi BFL (leasing), PKO/CS (towarzystwo funduszy inwestycyjnych) oraz PTE PKO/Handlowy (fundusz emerytalny).

Największa sieć oddziałów

PKO BP posiada największą sieć dystrybucji produktów bankowych w Polsce (1222 placówki własne, 3140 agencji, 177 terminali samoobsługowych). Sieć placówek banku jest równomiernie rozłożona w całym kraju. Działalność sieci jest wspomagana przez nowoczesne centrum telefoniczne oraz bankowość internetową.

Wierna baza klientów

Bank posiada największą bazę klientów spośród wszystkich banków w Polsce (7.9 mln osób, 390 tysięcy małych i średnich firm oraz 13 tysięcy klientów korporacyjnych). PKO BP jest postrzegany przez wielu klientów (zwłaszcza osób w średnim wieku i starszych) jako najbezpieczniejszy bank w Polsce.

Lider na rynku depozytów

PKO BP jest liderem na rynku depozytów (udział w sektorze około 24%). Biorąc pod uwagę spadek nadpłynności w sektorze bankowym, czynnik ten stanowi znaczną przewagę konkurencyjną nad innymi bankami (bank nie musi korzystać z drogiego rynku międzybankowego) i umożliwia szerszą niż w przypadku części konkurentów ekspansję na rynku kredytowym.

Strategia i plany banku

Zwiększenie aktywności na polu kredytów

Obecnie baza depozytowa banku jest wykorzystywana w stosunkowo niewielkim stopniu - wskaźnik depozyty/kredyty na poziomie 186% jest wyższy niż w dużych bankach giełdowych. Wzrost aktywności kredytowej (kredyty mieszkaniowe, gotówkowe) przy ograniczonym ryzyku, możliwy w okresie dobrej koniunktury, korzystnie odbije się na wynikach PKO BP. Korzystając z posiadanej bazy depozytowej, bank planuje także szersze niż dotychczas wejście w segment pożyczek dla firm.

Restrukturyzacja kosztów działania banku.

Porównując PKO BP oraz Pekao S.A. dostrzegamy spore możliwości w zakresie redukcji kosztów działalności, szczególnie w zakresie redukcji zatrudnienia, centralizacji back-office'u, automatyzacji niektórych procesów a także outsourcingu części czynności bankowych (np. windykacji). Pełne możliwości w tym zakresie zostaną ujawnione w momencie wdrożenia nowego systemu informatycznego w 2006-2007 roku. Ograniczeniu kosztów służyć będzie także racjonalizacja sieci placówek banku - w ciągu najbliższych lat bank będzie naszym zdaniem dążył do bardziej efektywnego wykorzystania powierzchni w dużych oddziałach, w miarę możliwości podnajmując nadwyżkową powierzchnię.

Wdrożenie zintegrowanego systemu informatycznego.

Realizowany obecnie plan modernizacji banku obejmuje wdrożenie nowoczesnego systemu informatycznego, który umożliwi reorganizację wewnętrzną w obszarze back-office. Nowy system usprawni monitorowanie ryzyka w banku oraz poprzez system informacji zarządczej umożliwi efektywniejsze zarządzanie spółką.

Rozszerzenie działalności

Szansą dla banku jest współpraca z PZU w zakresie sprzedaży produktów ubezpieczeniowych grupy. Rozległa sieć placówek w połączeniu ze znajomością marki PZU powinna korzystnie przełożyć się na możliwość sprzedaży ubezpieczeń przez bank i w konsekwencji na wyniki spółki. PKO BP zamierza także aktywniej niż dotychczas działać na rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Pierwszym krokiem w tym zakresie było nabycie kontrolnego pakietu w ukraińskim banku KBU. Opisane czynniki powinny przełożyć się na wzrost wartości banku, jednak na efekty w postaci znaczącego zysku netto inwestorzy będą musieli poczekać co najmniej kilka lat.

Ochrona pozycji rynkowej

Bank, poprzez stałe unowocześnianie swojej oferty dla klientów, nie dopuszcza do utraty rynku na rzecz mniejszych, bardziej prężnych konkurentów.

Udziały PKO BP w sektorze				
mln PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Depozyty osób fizycznych	27.9%	28.9%	29.3%	29.5%
Depozyty korporacyjne	7.3%	9.2%	9.5%	9.3%
Kredyty detaliczne	20.3%	20.3%	20.3%	20.7%
Kredyty korporacyjne	7.3%	8.4%	9.4%	9.1%
Kredyty mieszkaniowe	36.10%	32.40%	29.60%	28.60%

Źródło: PKO BP, Millennium DM

Statystyki za lata 2001-2003 pokazują, że bank utrzymuje swój wysoki udział w rynku, w przeciwieństwie np. do swojego największego konkurenta Pekao S.A. (bank ten w niektórych obszarach działalności traci udziały na rzecz innych podmiotów). Przykładem działań zmierzających do obrony przed konkurencją był także naszym zdaniem zakup blokującego (25%) pakietu akcji w Banku Pocztowym. Transakcja ta zmniejsza ryzyko wejścia do Banku Pocztowego zagranicznego inwestora branżowego, który na bazie tej spółki i w porozumieniu z Poczta Polska (dostęp do infrastruktury pocztowej) byłby w stanie stworzyć silny bank, zagrażający pozycji rynkowej PKO BP.

Czynniki ryzyka

Liberalna polityka kredytowa

Brak silnego inwestora, w postaci zagranicznego banku, niekorzystnie naszym zdaniem wpływa na procedury i regulacje wewnętrzne PKO BP w zakresie oceny ryzyka kredytowego. Czynnikiem ten może mieć negatywny wpływ na przyszłą jakość portfela kredytowego i poziom rezerw. Warto zwrócić uwagę na stosunkowo niski poziom odpisów na rezerwy w PKO BP w 2003 roku (niespełna 1% portfela kredytowego wobec 1.2-1.8% w innych bankach) oraz dodatnie saldo w I półroczu 2004 roku. Częściowo był to skutek wysokich odpisów na rezerwy w 2002 roku, nie należy jednak wykluczyć, że była to świadoma decyzja banku przed prywatyzacją, mająca na celu poprawę wykazywanej rentowności.

Ryzyko związane z wdrożeniem nowego systemu informatycznego

Obecne systemy informatyczne banku są mniej funkcjonalne niż systemy zaimplementowane w innych czołowych spółkach sektora. Wymusza to wymianę istniejącej infrastruktury- bank planuje rozpoczęcie masowego wdrażania nowego systemu (we współpracy z Softbankiem, Accenture i Alnova) do końca 2006 roku. Błędy w procesie wdrażania czy opóźnienia instalacji mogą niekorzystnie wpłynąć na pozycję rynkową banku oraz (co bardziej prawdopodobne) znacząco zwiększyć koszty całej operacji.

Skarb Państwa jako główny akcjonariusz

Po emisji akcji oraz przydziale walorów pracownikom Skarb Państwa pozostanie głównym akcjonariuszem PKO BP (59.5% udział). Taka struktura akcjonariatu jest istotnym czynnikiem ryzyka dla inwestorów. Z jednej strony sprawia ona, że bank pozostaje pod silnym naciskiem ze strony organów państwowych, które mogą wpływać na decyzje ekonomiczne podejmowane przez spółkę (finansowanie projektów rządowych, wybranych przedsiębiorstw z sektorów uznanych za strategiczne itp.). Z drugiej strony wysoki udział skarbu Państwa (ponad 50%) stwarza ryzyko podaży akcji - jak wskazują przykłady takich spółek jak KGHM, Pekao akcje będące w posiadaniu SP są wygodnym instrumentem służącym dokapitalizowaniu nierentownych przedsiębiorstw państwowych. Firmy takie, po bezpłatnym otrzymaniu tych walorów starają się w krótkim okresie upłynnić posiadane akcje. Naszym zdaniem ryzyko podaży akcji dotyczy jedynie 9.5% pakietu (95 mln akcji) - nie sądzimy aby Skarb Państwa obniżył swój udział w głosach na WZA PKO BP poniżej 50%.

Zaangażowanie w sektorze publicznym

Ponad 65% klientów korporacyjnych banku stanowią podmioty publiczne (spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa, instytucje publiczne itp.). Ewentualny kryzys finansów publicznych może mieć niekorzystny wpływ na możliwość spłaty kredytów przez te instytucje. W przypadku firm, dodatkowym czynnikiem ryzyka jest stosunkowo niska (na tle całej gospodarki) kondycja finansowa przedsiębiorstw państwowych.

Publiczna oferta sprzedaży akcji

Przeprowadzana obecnie emisja akcji banku PKO BP obejmuje 300 mln walorów, stanowiących 30% kapitału akcyjnego. Spółka nie przeprowadza nowej emisji akcji, wszystkie walory są sprzedawane przez dotychczasowego akcjonariusza (Skarb Państwa). Cena sprzedaży akcji zostanie podana do publicznej wiadomości 3 listopada. Akcje w ofercie publicznej oferowane są w trzech transzach:

- ❑ transza inwestorów indywidualnych (75 mln akcji), dzielącej się na:
 - o subtranszę klientów banku („lokata prywatyzacyjna”) o wartości 1100 mln PLN (dokładna liczba akcji w tej transzy będzie znana po ustaleniu ceny emisyjnej, szacujemy że w tej transzy zostanie sprzedanych 55-65 mln akcji), oraz
 - o subtranszę inwestorów detalicznych, która obejmie akcje nie objęte w transzy dla klientów banku (szacujemy, że transza ta obejmie co najmniej 10-20 mln akcji bez przesunięć)
- ❑ transza krajowych inwestorów instytucjonalnych, w której sprzedane zostanie 90 mln akcji
- ❑ transza zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, obejmującą 105 mln walorów.

Pozostałą część akcji stanowi tzw. Dodatkowa Pula Akcji (30 mln walorów). Akcje te mogą zwiększyć każdą z wyżej wymienionych transz, zgodnie z zaleceniami oferującego. Naszym zdaniem zostanie ona wykorzystana do powiększenia transzy detalicznej.

Z Dodatkowej Puli Akcji zostaną także przydzielone akcje premiowe. Akcje te będą przeznaczone dla inwestorów indywidualnych - za każde 20 akcji przydzielonych w transzy inwestorów indywidualnych, posiadanych przez okres 12 miesięcy od pierwszego notowania, inwestorowi będzie przysługiwać 1 nieodpłatna akcja premiowa.

W transzy inwestorów indywidualnych maksymalny zapis wynosi 25 tysięcy akcji. Dla tej grupy kupujących przewidziano dyskonto w stosunku do ceny emisyjnej w wysokości 4% (w przypadku, gdy zapis zostanie złożony w dniach 22-29 października 2004 roku - I okres zleceń), lub 2% (w przypadku zapisu w dniach 2-3 listopada - II okres zleceń). Dodatkową zachętą do zapisywania się w I okresie zleceń jest dwukrotnie wyższa stopa alokacji w przypadku nadsubskrypcji w stosunku do stopy alokacji zleceń złożonych w II okresie zleceń.

Akcje dla inwestorów detalicznych zostaną przydzielone na specjalnej sesji giełdowej w dniu 6 listopada. Pierwsze notowanie walorów PKO BP jest planowane w dniu 10 listopada. W ciągu miesiąca od debiutu kurs akcji będzie stabilizowany przez CSFB - bank w porozumieniu ze Skarbem Państwa zobowiązał się do interwencji na rynku w przypadku, gdyby cena akcji PKO BP na giełdzie spadła poniżej ceny emisyjnej. CSFB może skupić w imieniu SP do 2.5% wszystkich walorów PKO BP (25 mln akcji). Papiery te nie będą sprzedane przez SP przed upływem roku od emisji.

Akcje pracownicze

Zgodnie z zapisami ustawy dotyczącymi prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, 10.5% wszystkich akcji PKO BP (105 mln sztuk) zostanie nieodpłatnie udostępnionych byłym i obecnym pracownikom spółki. Zgodnie z przepisami, akcje te nie mogą być przedmiotem obrotu przed upływem dwóch lat od momentu zbycia przez Skarb Państwa akcji na zasadach ogólnych. W praktyce oznacza to, że walory te znajdują się w obrocie giełdowym najwcześniej w listopadzie 2006 roku (akcje przeznaczone dla kadry menedżerskiej w listopadzie 2007 roku). Biorąc pod uwagę długi okres od momentu pierwszego notowania akcji PKO BP, a wejściem akcji pracowniczych, które zwiększą free float banku o 33% (w stosunku do stanu po dopuszczeniu walorów spółki do notowań) nie spodziewamy się, aby czynnik ten negatywnie wpływał na wycenę giełdową walorów PKO BP w początkowych miesiącach po ofercie.

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę PKO BP. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą ROE-P/BV oraz metodą porównawczą. Otrzymana średnia wycena wynosi 23.5 mld PLN, czyli 23.5 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji PKO BP

Metoda wyceny	Wycena (PLN)		Ostateczna wycena (PLN)
	minimalna	maksymalna	
Metoda ROE - P/BV	18.4	43.5	24.6
Metoda porównawcza - duże banki polskie	15.6	29.0	22.3
Średnia wycena (PLN)			23.5

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji PKO BP szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2004-2008 oraz obliczoną przez nas wartość rezydualną wynikającą z określenia właściwego poziomu wskaźnika P/BV w zależności od przewidywanej przez nas stopy zwrotu z kapitałów własnych oraz kosztu kapitału wymaganego przez inwestorów.

Do wyceny przyjmujemy także założenia:

- stopa dywidendy - 30% po 2004 roku. W prospekcie zarząd poinformował, że będzie wnioskował o wypłacanie 20-40% zysku w formie dywidendy. Uważamy, że dojrzały charakter banku w połączeniu z wysokim współczynnikiem wypłacalności oraz polityka głównego akcjonariusza (Skarb Państwa) w zakresie dywidend ze spółek, w których posiada większościowy udział sprawia, że w kolejnych latach inwestorzy mogą liczyć na stopę dywidendy w wysokości co najmniej 30%.

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend

	2005p	2006p	2007p	2008p
Stopa procentowa zerokuponowa wolna od ryzyka x-letnia	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%
Premia za ryzyko dla PKO BP	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Stopa dyskontowa	11.2%	11.2%	11.1%	11.0%
Dywidenda za dany rok (mln PLN)	476.0	487.9	521.5	578.9
Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)	0.48	0.49	0.52	0.58
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	428.0	394.6	380.6	381.4
Wartość zdyskontowanych dywidend (mln PLN)	428.0	822.6	1203.1	1584.5

Źródło: Millennium DM

- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2008 roku - 5%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5% po roku 2008 jest naszym zdaniem dość konserwatywna. Wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej oczekujemy spadku rynkowych stóp procentowych do poziomu, jaki obserwujemy w krajach piętnastki.
- ❑ premia za ryzyko po 2008 roku w wysokości 4%. Przy wycenie PKO BP zastosowaliśmy standardową premię za ryzyko, jaką przyjmujemy dla największych polskich banków. Biorąc pod uwagę kształtowanie się kursów walorów banków na rynkach zagranicznych, uważamy, że kursy akcji banków są mniej wrażliwe na koniunkturę giełdową (beta niższa niż 1).
- ❑ długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 5%. Wysoki wskaźnik zwrotu z kapitałów oraz możliwości ekspansji zagranicznej banku sprawiają, że prognozę wzrostu zysków po 2008 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

Poniższa tabela przedstawia wycenę PKO BP metodą ROE-P/BV

Wycena PKO BP - metoda ROE-P/BV	
	2008p
Wartość księgowa na koniec roku (mln PLN)	12 834
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2008 roku	5.0%
Prognozowana długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2008 roku	5.0%
Premia za ryzyko	4.0%
Koszt kapitału	9.0%
Prognozowane P/BV (wynikające z działalności bankowej)	2.73
Wartość banku w 2008 roku (mln PLN)	35 014
Stopa dyskontowa za okres 2004-2008	11.0%
Zdyskontowana wartość banku w 2004 roku (mln PLN)	23 065
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2004-2008 (mln PLN)	1 585
Wartość banku (mln PLN)	24 649
Liczba akcji (mln)	1 000
Wycena 1 akcji banku	24.6

Źródło: Millennium DM S.A.

Wrażliwość wyceny PKO BP na przyjętą stopę wzrostu i stopę wolną od ryzyka (PLN)				
		Długoterminowa stopa wolna od ryzyka		
stopa wzrostu	wycena 1 akcji banku w PLN	4.0%	5.0%	6.0%
	2%	21.2	18.4	16.3
	3%	23.4	19.8	17.2
	4%	26.8	21.7	18.4
	5%	32.3	24.6	20.0
	6%	43.5	29.5	22.5
	7%	76.9	39.3	26.7

Źródło: Millennium DM

W zależności od przyjętych założeń, wartość PKO BP wynosi 24.6 mld PLN, czyli 24.6 PLN za jedną akcję.

Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji PKO BP w oparciu o średnie przewidywane wskaźniki banków notowanych na warszawskiej giełdzie. Do obliczenia wskaźników P/E (waga 75%) i P/BV (waga 25%) użyliśmy prognoz DM Millennium dla banków giełdowych oraz prognoz wyników finansowych PKO BP zaprezentowanych w niniejszej wycenie. Grupą porównawczą były duże banki notowane na GPW. Dodatkowo, zamieściliśmy porównanie PKO BP z bankami notowanymi na giełdach regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Wycena porównawcza - banki notowane na WGPW

Spółka	P/BV 2004p	P/BV 2005p	P/BV 2006p	P/E 2004p	P/E 2005p	P/E 2006p
Bank Handlowy	1.3	1.3	1.3	16.7	15.1	13.4
Bank Śląski	1.8	1.7	1.5	19.4	15.7	11.2
BPH PBK	2.3	2.2	2.1	18.6	18.3	16.3
BRE Bank	1.9	1.4	1.3	25.0	16.5	13.8
Kredyt Bank	2.8	1.7	1.6	29.8	15.6	13.4
Pekao	2.7	2.5	2.4	15.2	13.7	12.5
Bank Zachodni WBK	2.3	2.0	1.8	15.0	14.2	11.9
Średnia	2.2	1.8	1.7	19.9	15.6	13.2
Mediana	2.3	1.7	1.6	18.6	15.6	13.4

Wycena PKO BP przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)

Średnia	17 050	16 456	17 446	28 981	24 748	21 507
Mediana	18 284	15 577	15 822	26 960	24 748	21 810
Wagi	5%	10%	10%	15%	30%	30%

Średnia ważona z wycen (mln PLN) 22 266

Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN) 22.3

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 14 października 2004

Bazując na porównaniu PKO BP z notowanymi bankami giełdowymi wycena banku zawiera się w przedziale od 15.6 mld do 29mld PLN. Średnia wyceną metoda porównawczą wynosi 22.3 mld PLN, czyli 22.3 PLN za jedną akcję.

Wycena porównawcza - wybrane banki Europy Środkowo-Wschodniej

Spółka	P/BV 2004p	P/BV 2005p	P/BV 2006p	P/E 2004p	P/E 2005p	P/E 2006p
Otp Bank Rt	3.5	2.7	2.3	13.9	10.1	9.2
Komercni Banka As	2.7	2.5	2.2	12.7	11.7	10.9
Hansabank	2.1	1.8		11.8	10.1	9.0
Średnia	2.8	2.3	2.2	12.8	10.6	9.7
Mediana	2.7	2.5	2.2	12.7	10.1	9.2

Wycena PKO BP przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)

Średnia	21 819	21 109	22 629	18 594	16 880	15 761
Mediana	21 381	22 761	22 629	18 494	16 030	14 916
Wagi	5%	10%	10%	15%	30%	30%

Średnia ważona z wycen (mln PLN) 17 856

Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN) 17.9

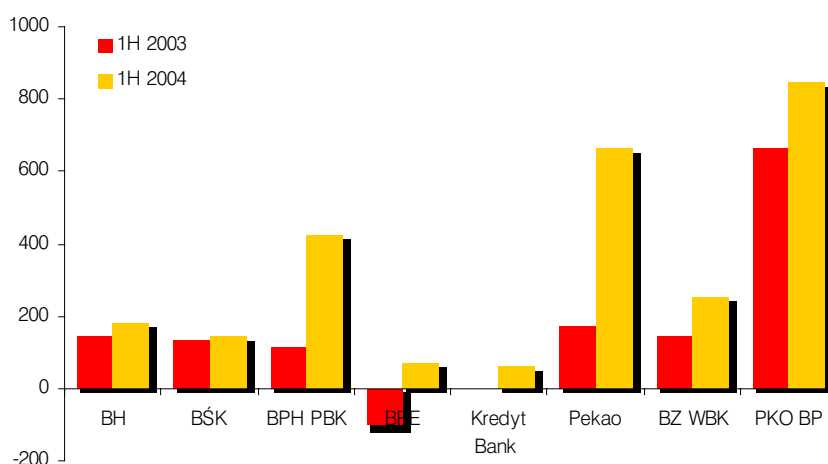
Źródło: Bloomberg, Millennium DM

Sytuacja w sektorze bankowym w 2004 roku

Silny wzrost PKB w I półroczu bieżącego roku (według wstępnych szacunków ponad 6%), którego skutkiem była poprawa kondycji finansowej przedsiębiorstw oraz (w mniejszym stopniu) gospodarstw domowych korzystnie wpłynął na kondycję sektora bankowego. Wynikiem tego były najlepsze od kilku lat rezultaty banków w tym okresie (nawet po uwzględnieniu jednorazowych dochodów ze sprzedaży aktywów oraz rozliczeń podatkowych).

Zyski netto banków w pierwszym półroczu 2004 roku

mln PLN



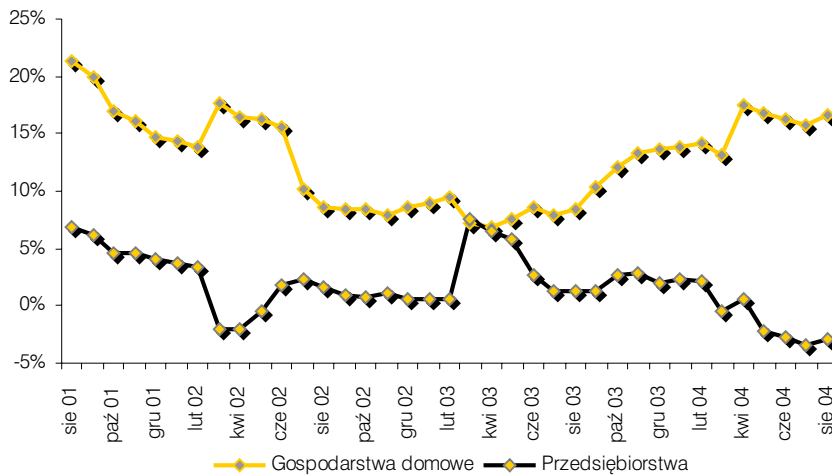
Źródło: raporty banków, Millennium DM

Po dekonunkturze w sektorze w latach 2000-2002, ostatnie kilkanaście miesięcy charakteryzowały się poprawą w sektorze bankowym. Przełożyło się to między innymi na wzrosty wolumenów w spółkach sektora.

Utrzymujące się stosunkowo niskie stopy procentowe korzystnie wpłynęły na zainteresowanie gospodarstw domowych kredytem bankowym, szczególnie pożyczkami finansującymi potrzeby mieszkaniowe. Banki, widząc zainteresowanie osób fizycznych zadłużaniem się znacząco powiększyły ofertę dla tego segmentu rynku. Jednocześnie duża część spółek zwiększyła atrakcyjność cenową oferty, chcąc w krótkim okresie zdobyć znaczący udział w rynku. W wyniku posunięć banków, kredyty dla ludności wzrosły w okresie styczeń-sierpień o 9.7% (+16.6% r/r).

Odmierna sytuacja panuje na rynku kredytów dla przedsiębiorstw. Poprawa sytuacji gospodarczej oraz coraz lepsze wyniki spółek nie znajdują jeszcze w pełni odzwierciedlenia w przyroście inwestycji, a tym samym we wzroście portfela kredytowego dla podmiotów gospodarczych. Zarządy firm, nie przekonane o trwałości trendu wzrostowego w gospodarce czekają na rozwój sytuacji oraz bacznie obserwują poczynania konkurentów. Od początku roku poziom należności od firm spadł o 1.8% (-2.8% w ciągu ostatnich 12 miesięcy).

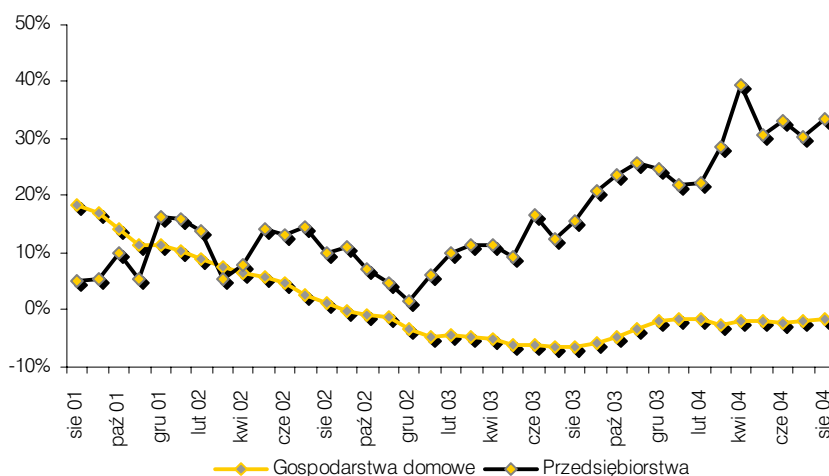
Dynamika akcji kredytowej w sektorze bankowym (r/r)



Źródło: NBP

Całkowicie odmienne tendencje panują na rynku depozytów. Rekordowe wyniki spółek oraz niechęć do zwiększenia nakładów inwestycyjnych skutkują szybkim przyrostem depozytów firm w bankach. W ciągu roku wzrosły one o 33.5% (+12.1% od stycznia bieżącego roku). Niskie stopy procentowe, wzrost konsumpcji przed wejściem do UE (dotyczyło to głównie materiałów budowlanych), wciąż wysokie bezrobocie oraz wzrost świadomości klientów w zakresie oszczędzania (obligacje, rynek kapitałowy, fundusze inwestycyjne) sprawiły natomiast, że poziom depozytów od ludności spadł o 1.9% w tym okresie (-1.4% r/r). Warto jednak zauważyć powolne odwracanie negatywnej tendencji spadku wartości lokat osób fizycznych, którą obserwowaliśmy w 2003 i pierwszej połowie 2004 roku - w okresie VI-VIII poziom depozytów nieznacznie wzrósł (+0.3%).

Dynamika akcji depozytowej w sektorze bankowym (r/r)



Źródło: NBP

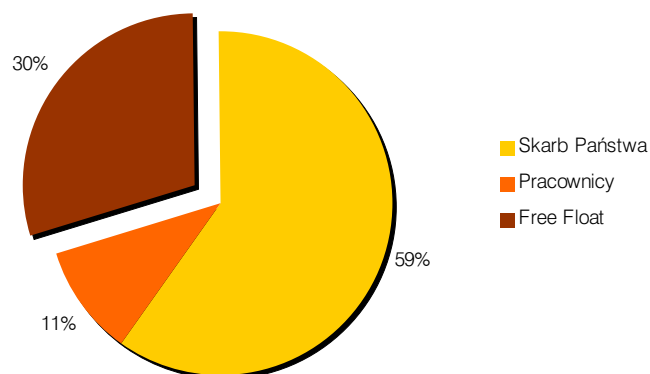
Jak wspomnieliśmy wcześniej, wyniki banków w I półroczu 2004 roku były bardzo dobre. W kolejnych miesiącach nie spodziewamy się odwrócenia pozytywnych tendencji w sektorze. Wzrost stóp procentowych w bieżącym roku osłabił przejściowo presję na marżę odsetkową. Choć już w wynikach za IV kwartał oczekujemy ponownego spadku marży (głównie depozytowej co będzie skutkiem walki o oszczędności klientów i dostosowania wysokości oprocentowania lokat do nowych stóp procentowych), sądzymy że zostanie to zrekompensowane wzrostem wolumenów. Na koniec 2004 roku prognozujemy zahamowanie spadków wartości kredytów w segmencie korporacyjnym oraz 15.2% wzrost w segmencie detalicznym. Szacujemy, że wzrost depozytów w firmach wyniesie 18.1%, przy niewielkim (1-2%) spadku wartości lokat osób fizycznych. Wzrosty wolumenów przy ograniczonej presji na marżę odsetkową korzystnie wpłyną na wyniki odsetkowe spółek.

Wzrost akcji kredytowej przełoży się na dochody prowizyjne banków. Dobra koniunktura gospodarcza oraz wzrost eksportu (po wejściu Polski do UE) to także wyższe dochody z pozycji wymiany. Wraz z dalszym wzrostem dochodów z bankowości detalicznej (głównie kartowych oraz z tytułu udzielania kredytów) czynniki te sprawiają, że wzrośnie udział dochodów pozaodsetkowych w dochodach ogółem banków. Nie spodziewamy się natomiast znaczącej poprawy po stronie kosztów działalności - redukcje personelu w poprzednich latach, zakończenie wdrażania zintegrowanych systemów informatycznych dały już efekty w postaci spadku wydatków w latach 2002-2004. W kolejnych latach spodziewamy się natomiast wzrostu wydatków na reklamę i marketing, kolejne nowe technologie informatyczne (po wdrożeniu scentralizowanych systemów pora na systemy CRM itp.). Oczekujemy także odwrócenia tendencji spadku kosztów osobowych (wzrost wynagrodzeń pracowników zgodnie z tendencjami w całej gospodarce). Znaczące zwiększenie dochodów przy niewielkim wzroście kosztów oraz niższych odpisach na rezerwy (możliwych dzięki dobrej koniunkturze gospodarczej) sprawiają, że w latach 2005-2006 wyniki banków będą systematycznie rosły.

PKO BP - charakterystyka działalności

PKO BP powstał w wyniku przekształcenia Powszechnej Kasy Oszczędności - banku państwowego w spółkę akcyjną PKO BP. Jedynym akcjonariuszem banku jest obecnie Skarb Państwa. Po sprzedaży akcji i wprowadzeniu spółki na rynek publiczny, udział głównego akcjonariusza spadnie do 59.5%. Około 10.5% walorów znajdzie się w posiadaniu pracowników spółki. Pozostałe akcje (30%) w pierwszej połowie listopada znajdą się w wolnym obrocie giełdowym.

Struktura akcjonariatu PKO BP po emisji

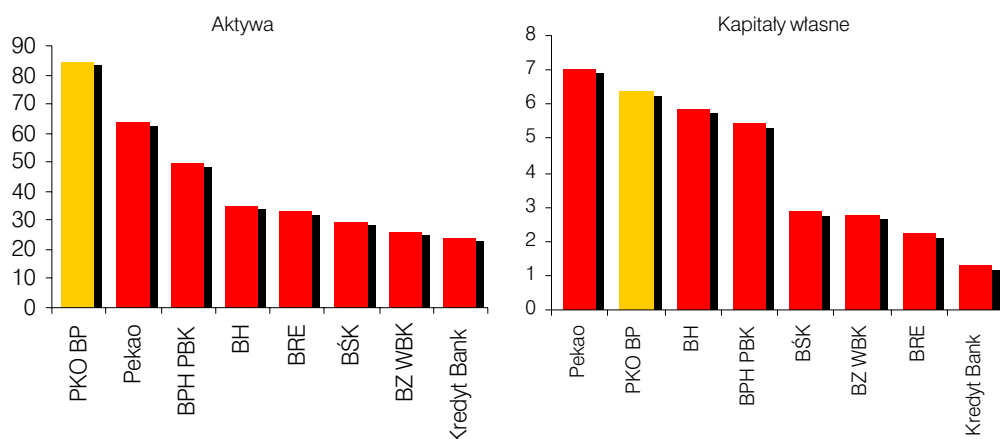


Źródło: Millennium DM, PKO BP

Pod względem sumy bilansowej i kapitałów własnych PKO BP jest niekwestionowanym liderem polskiego systemu bankowego. Bank, poprzez spółkę zależną KBU, działa także na Ukrainie, jednak jego pozycja na tamtejszym rynku jest jeszcze niska (udziały w głównych segmentach rynku < 1.5%).

Pozycja PKO BP na tle sektora bankowego

Aktywa i kapitały własne w mld PLN - VI 2004



Źródło: raporty banków, Millennium DM

PKO BP jest typowym bankiem uniwersalnym, obsługującym zarówno klientów detalicznych jak i korporacyjnych. Bank jest liderem w obsłudze gmin i samorządów.

Na koniec czerwca bieżącego roku w sieci spółki działało 1222 placówek, wspomaganych przez 3140 agencji (przedstawiciele banku, sprzedający produkty spółki na własną rękę na zasadach prowizyjnych). PKO BP posiada największą w kraju sieć 1785 bankomatów, usytuowanych głównie w placówkach banku. W sieci PKO BP działa także 177 punktów samoobsługowych, umożliwiających m.in. wydruk historii rachunku, przelewy itp. Spółka współpracuje również z pośrednikami kredytowymi (w zakresie sprzedaży kredytów mieszkaniowych/hipotecznych oraz konsumpcyjnych). PKO BP prowadzi też rachunki internetowe (poprzez Inteligo).

Grupa Kapitałowa PKO BP jest rozbudowana. W skład grupy wchodzi liczne spółki zależne, uzupełniające ofertę banku. W 2004 roku Bank zakupił 25%-owy udział w Banku Pocztowym (drugim znaczącym akcjonariuszem tego podmiotu jest Poczta Polska). Naszym zdaniem inwestycja ta stanowi zabezpieczenie spółki przed pojawieniem się silnego konkurenta, który na bazie Banku Pocztowego i placówek Poczty Polskiej mógłby stworzyć silny bank detaliczny, zagrażający pozycji PKO BP zwłaszcza w mniejszych miejscowościach.

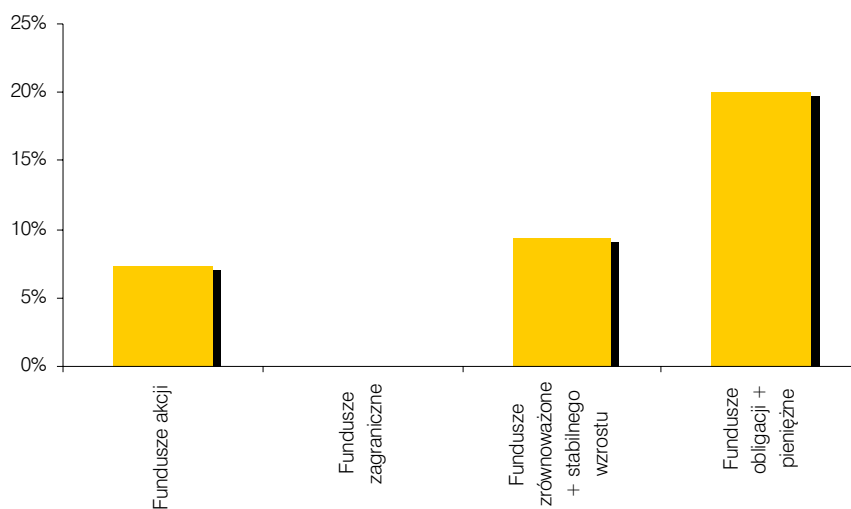
Grupa PKO BP

Zarządzanie aktywami

Fundusze inwestycyjne

PKO BP jest właścicielem 50% udziałów w PKO/CREDIT SUISSE TFI. TFI zarządza obecnie 5 funduszami w których zgromadzonych jest około 3.3 mld PLN. W ofercie TFI znajdują się dodatkowe produkty takie jak plan systematycznego oszczędzania oraz Pracownicze Programy Emerytalne. Udział PKO/CS TFI w poszczególnych segmentach rynku funduszy inwestycyjnych przedstawia poniższy wykres.

Udział TFI PKO/CS w rynku funduszy inwestycyjnych



Źródło: Millennium DM, PKO BP

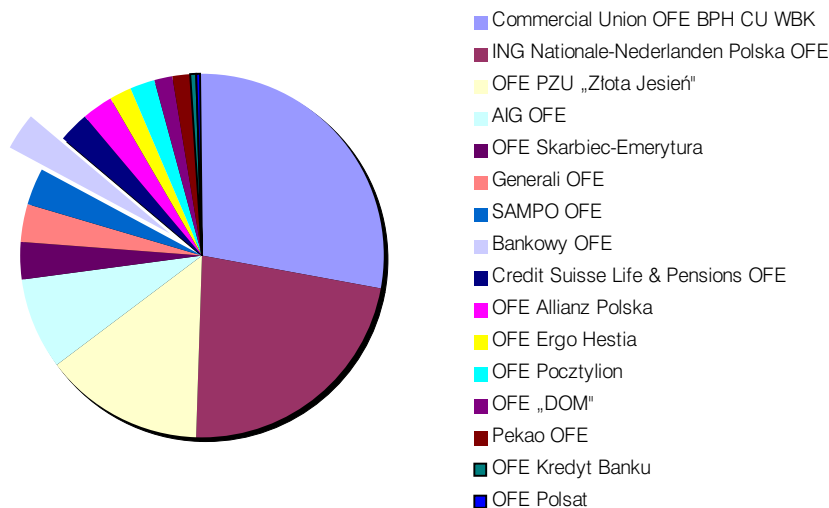
Udziały PKO BP na rynku funduszy inwestycyjnych nie odpowiadają potencjałowi banku w zakresie dystrybucji tego typu produktów (9.2% wobec udziału w rynku depozytów osób fizycznych w wysokości prawie 30%). Bank obecnie stawia na ofertę typowo detaliczną (lokaty) i nie promuje wystarczająco aktywnie oszczędzania w funduszach inwestycyjnych. Poza wspomnianą strategią banku odnośnie promowanej oferty, niski udział w rynku funduszy inwestycyjnych jest także skutkiem konserwatyizmu klientów Banku, z których duża część ma małą wiedzę o rynku kapitałowym. Innymi powodami są: fakt pośredniczenia banku w sprzedaży obligacji Skarbu Państwa (bezpieczne fundusze inwestycyjne to główny konkurent dla tego produktu) oraz brak pełnej kontroli nad Towarzystwem Funduszy Inwestycyjnych (50% udziałów).

Fundusz emerytalny

PKO BP jest obecny na rynku funduszy emerytalnych poprzez zależną w 100% spółkę PTE PKO/Handlowy S.A. Na koniec sierpnia klientami funduszu było 420 tysięcy osób (8 miejsce wśród 15 towarzystw z udziałem w rynku na poziomie 3.5%). PTE PKO/Handlowy zarządza aktywami w wysokości 1.7 mld PLN (3.2% udział w rynku). Niższy udział w rynku pod względem aktywów niż w liczbie członków to skutek niższej średniej składki jednego klienta (89.9 PLN od początku reformy wobec średniej w wysokości 95.3 PLN) oraz wyższego odsetka martwych rachunków (19.2% wobec średniej 15.9%).

Udział PTE PKO/Handlowy w rynku funduszy emerytalnych

Aktywa



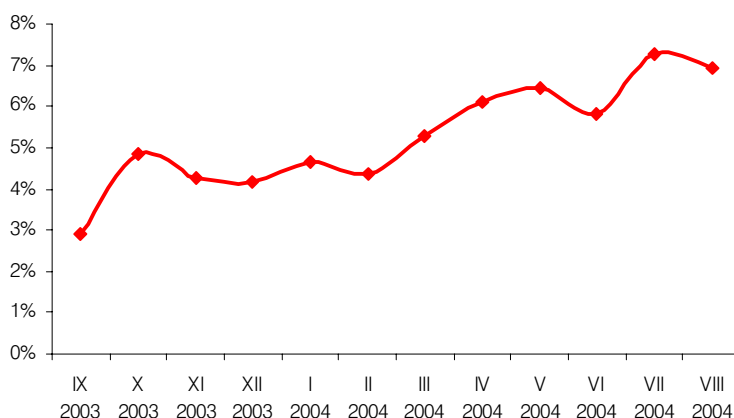
Źródło: Millennium DM, PKO BP

W okresie kolejnych 2-3 lat nie spodziewamy się istotnego zwiększenia udziałów PKO BP na rynku funduszy emerytalnych. Obecnie rynek ten można nazwać dojrzałym (z punktu widzenia możliwości pozyskania nowych klientów) i jedyną możliwością zwiększenia udziałów byłoby przejęcie jednego z konkurentów. W obecnej chwili ceny jakie żądają potencjalni sprzedawcy (dodajmy, że nieliczni) są jednak nieakceptowalne z punktu widzenia PKO BP. Pozycja rynkowa PKO BP oraz chęć posiadania wszechstronnej oferty dla klientów wyklucza także możliwość pozbycia się PTE.

Biuro Maklerskie

W strukturach PKO BP działa Biuro Maklerskie PKO BP. Udział spółki w obrotach na GPW systematycznie wzrastał w ciągu ostatniego roku z około 3% do ponad 7%. W kolejnych miesiącach należy spodziewać się dalszego wzrostu udziałów, co będzie wynikiem przejścia przez PKO BP biura maklerskiego HSBC i obsługi klientów tego podmiotu.

Udział Biura Maklerskiego PKO BP w obrotach akcjami na GPW



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Spółka leasingowa

Rynek leasingu to jeden z najszybciej rosnących segmentów rynku finansowego w okresie dobrej koniunktury gospodarczej. W 2003 roku wzrost wartości aktywów oddanych w leasing wyniósł 40%. PKO BP jest obecny na tym dynamicznie rozwijającym się rynku poprzez spółkę Bankowy Fundusz Leasingowy. BFL specjalizuje się w leasingu pojazdów (73% portfela). Wartość środków oddanych w leasing w 2003 roku wyniosła 285 mln PLN, co dało spółce 2,6% udział w rynku. Naszym zdaniem PKO BP nie wykorzystuje obecnie w pełni swojego potencjału (sieć placówek, liczba klientów) do prowadzenia działalności leasingowej, zwłaszcza w segmencie mniejszych firm. Jest to wynikiem nastawienia banku na działalność stricte kredytową oraz nikłego wykorzystania placówek spółki do promocji usług leasingowych.

KBU

Brak inwestora strategicznego, mającego własną strategię rozwoju działalności w Europie Środkowo-Wschodniej umożliwia spółce ekspansję zagraniczną. W bieżącym roku PKO BP zakupił od Kredyt Banku 66.6%-owy udział w ukraińskim banku KBU. Drugim znaczącym akcjonariuszem tej spółki jest EBOiR (28.2%). PKO BP traktuje tę inwestycję długoterminowo. Bank ma opcję call na akcje będące w posiadaniu EBOiR, który z kolei ma możliwość sprzedaży posiadanych walorów na rzecz PKO BP.

Pozostałymi ważnymi spółkami w Grupie kapitałowej PKO BP są:

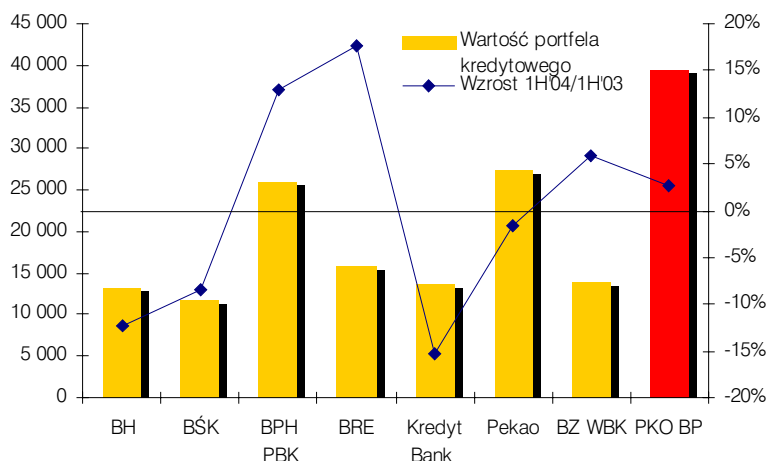
- ❑ PKO Inwestycje, prowadzące działalność deweloperską
- ❑ Centrum Finansowe Puławska, zarządzające budynkiem centrali banku
- ❑ Bank Pocztowy (25% udział).

Portfel kredytowy banku

Dynamika wzrostu portfela kredytowego PKO BP w 2003 roku wyniosła 16.5% (wraz z portfelem instytucji budżetowych). Wzrost wartości kredytów wynikał z silnego przyrostu kredytów hipotecznych oraz zwiększenia aktywności banku na polu kredytów dla instytucji państwowych i budżetowych.

Dynamika akcji kredytowej

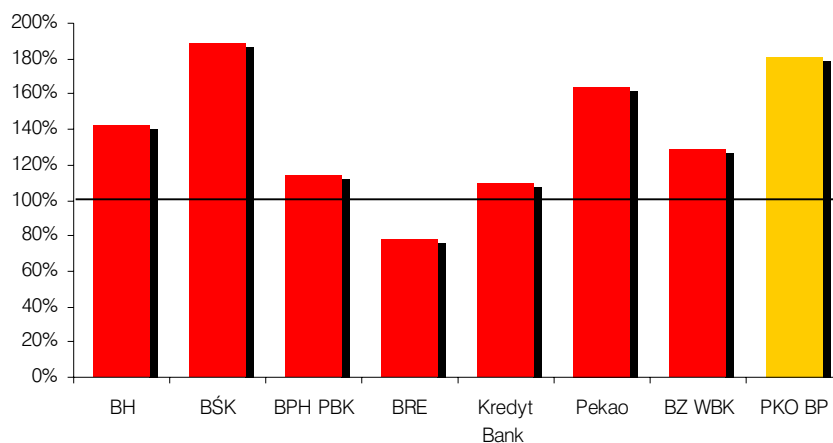
mln PLN



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Pomimo przyrostów w 2003 roku, udział kredytów w aktywach PKO BP pozostaje stosunkowo niski - około 45%. Jest to mniej niż wynosi średnia dla banków giełdowych (50%). Niski poziom zaangażowania w działalność kredytową to skutek m.in. stosunkowo niewielkiej (jak na możliwości banku) ekspozycji na kredyty dla dużych przedsiębiorstw. PKO BP przegrywa często konkurencję z mniejszymi bankami, które korzystając z doświadczeń właścicieli bądź ich kontaktów ze spółkami macierzystymi w stosunku do kredytobiorcy, mają większą szansę na pozyskanie klienta. Polityka banku zakłada koncentrację na segmencie detalicznym w szczególności na kredytach hipotecznych.

Wskaźnik depozyty/kredyty w bankach giełdowych



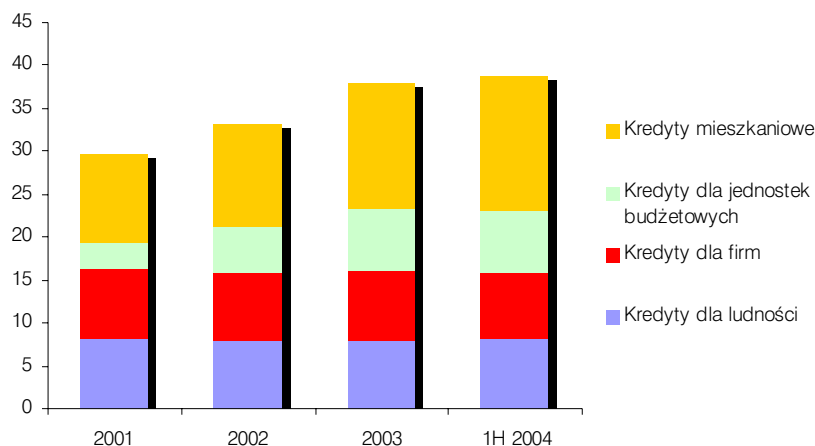
Źródło: Millennium DM, PKO BP

Struktura portfela

W portfelu kredytowym PKO BP (wraz z kredytami dla jednostek budżetowych) dominują kredyty detaliczne (około 60% portfela). W tej części portfela największy udział mają kredyty mieszkaniowe - 40% całego portfela należności (bank, z udziałem 28,6% jest liderem w tym segmencie rynku). Około 20% całego portfela kredytów to pożyczki udzielone w walutach obcych (Euro i USD).

Struktura portfela kredytowego PKO BP

mld PLN



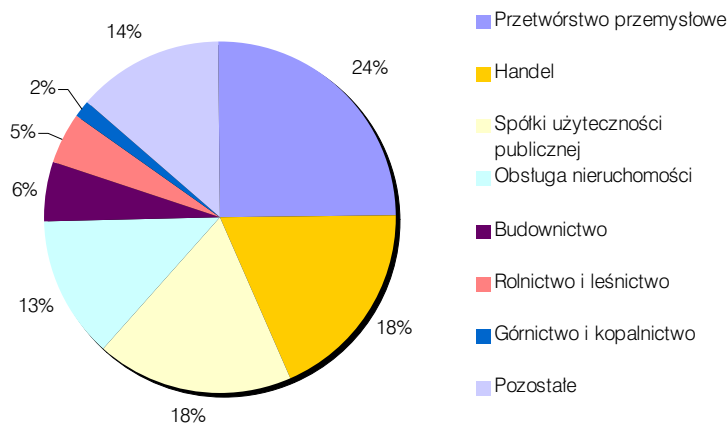
Źródło: Millennium DM, PKO BP

Stosunkowo niewielką część portfela (ok. 8.2% należności brutto) stanowią kredyty tzw. starego portfela (pożyczki mieszkaniowe udzielone przez 1996 rokiem). Należności te objęte są poręczeniem Skarbu Państwa (95% zobowiązań) i nie stanowią zagrożenia dla kondycji finansowej PKO BP.

Korporacyjny portfel kredytowy PKO BP nie jest mocno zdywersyfikowany. Udział trzech największych branż przekracza 60% wartości tej części portfela. Czynnikiem, ograniczającym ryzyko wysokiej koncentracji portfela kredytowego w segmencie korporacyjnym na ogólne ryzyko na jakie wystawiony jest bank, jest stosunkowo niewielki udział tego segmentu w ogólnej wartości należności spółki (niepełna 20%).

Struktura portfela kredytowego PKO BP

Portfela należności od przedsiębiorstw



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Struktura kredytów w PKO BP

Działalność na rynku detalicznym

mln PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Kredyty gotówkowe	1 036.6	764.1	665.7	616.0
Zmiana		-26.3%	-12.9%	-7.5%
Kredyty w ROR	4 440.4	4 839.7	5 189.9	5 046.6
Zmiana		9.0%	7.2%	-2.8%
Kredyty na zakup aut i sprzętu technicznego	1 443.3	1 037.7	695.5	585.2
Zmiana		-28.1%	-33.0%	-15.9%
Kredyty dla studentów	732.6	864.5	961.2	1 037.0
Zmiana		18.0%	11.2%	7.9%
Kredyty kartowe	0.0	0.0	78.7	128.4
Zmiana				63.2%
Pozostałe kredyty	596.4	447.7	269.4	806.3
Zmiana		-24.9%	-39.8%	199.3%
Kredyty mieszkaniowe	10 118.0	11 927.6	14 730.2	15 680.9
Zmiana		17.9%	23.5%	6.5%
Kredyty razem	18 367.3	19 881.3	22 590.6	23 900.4
Zmiana		8.2%	13.6%	5.8%

Źródło: PKO BP, Millennium DM

Struktura kredytów w PKO BP

Działalność na rynku korporacyjnym i podmiotów budżetowych

mln PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Kredyty na rachunku bieżącym	1 626.5	1 496.9	1 409.4	1 491.7
Zmiana		-8.0%	-5.8%	5.8%
Kredyty obrotowe	1 947.4	2 416.8	2 496.0	1 751.1
Zmiana		24.1%	3.3%	-29.8%
Kredyty inwestycyjne	3 385.1	3 190.0	3 562.4	3 584.8
Zmiana		-5.8%	11.7%	0.6%
Kredyty dla przedsiębiorstw razem	8 121.2	7 946.9	8 291.3	7 714.6
Zmiana		-2.1%	4.3%	-7.0%
Kredyty dla budżetów i jedn. samorządowych	3009.357	5246.746	7217.25	7199.5
Zmiana		74.3%	37.6%	-0.2%
Pozostałe kredyty	495.4	504.7	618.2	616.8
Kredyty korporacyjne razem	11 626.0	13 698.4	16 126.7	15 530.9
Zmiana		17.8%	17.7%	-3.7%

Źródło: PKO BP, Millennium DM

PKO BP posiada znaczącą ekspozycję na kredyty dla sektora publicznego (ponad 18% portfela), co może mieć niekorzystny wpływ na wyniki banku w przypadku kryzysu finansów publicznych (portfel ten, praktycznie w 100% uznawany za gwarantowany przez Skarb Państwa, jest pokryty rezerwami w niewielkim stopniu - 0.15% wartości portfela wobec ponad 7% w pozostałej części).

Jakość portfela kredytowego

Na tle konkurentów, jakość portfela kredytowego banku jest dobra. Udział kredytów nieregularnych na koniec 2003 roku wyniósł 15.3%. Dobra jakość portfela to w dużej części wynik jego struktury - prawie 40% kredytów stanowią mało ryzykowne należności z tytułu kredytów mieszkaniowych.

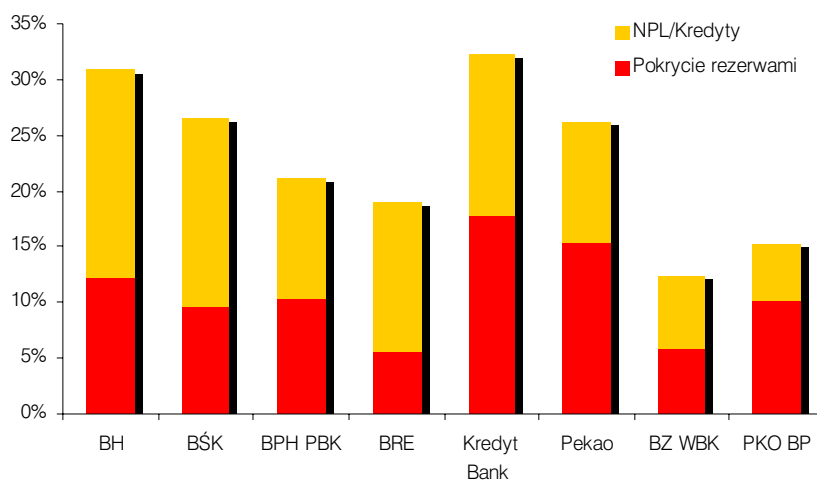
Jakość portfela kredytowego w PKO BP

mln PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Kredyty konsumpcyjne	14.4%	14.4%	12.4%	11.4%
Kredyty mieszkaniowe	7.7%	8.1%	7.3%	6.3%
Stary portfel kredytów mieszkaniowych	14.0%	11.4%	10.4%	8.3%
Kredyty korporacyjne	16.1%	18.6%	16.0%	14.4%
Kredyty korporacyjne (bez jedn. budżetowych)*	23.0%	32.0%	30.9%	29.0%

* szacunki Millennium DM

Jakość portfeli kredytowych w bankach giełdowych

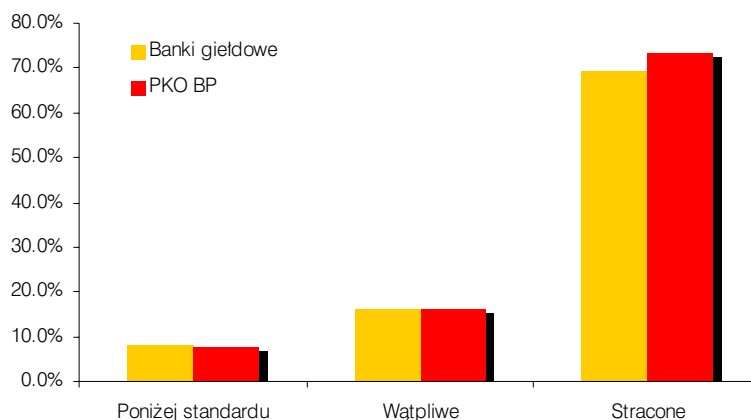
Uwzględniono rezerwę na ryzyko ogólne, bez portfela jednostek budżetowych



Źródło: raporty banków, Millennium DM

Na koniec 2003 roku wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych rezerwami wyniósł 66.8% wobec średniej 45%. Bank posiada także rezerwę na ryzyko ogólne w wysokości 662 mln PLN (2.3% wartości portfela kredytowego, 14% wartości należności nieregularnych). Poziom pokrycia rezerwami portfela kredytowego jest wyższy niż średnia giełdowa.

Wskaźnik pokrycia rezerwami kredytów w poszczególnych kategoriach ryzyka



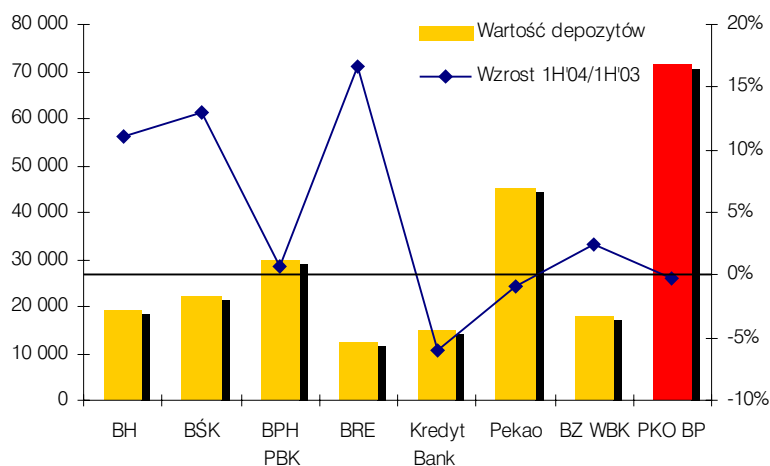
Źródło: raporty banków, Millennium DM

Działalność depozytowa

W 2003 roku poziom depozytów w PKO BP nieznacznie wzrósł (około 0.6%, po uwzględnieniu depozytów jednostek budżetowych wzrost wyniósł 2%). Obniżeniu uległ poziom depozytów od ludności (-3.4%) - osoby fizyczne, obserwując systematyczny spadek opłacalności lokowania środków w banku, wycofywały depozyty i zamieniały je na inwestycje w obligacje lub fundusze inwestycyjne, bądź przeznaczały na konsumpcję. Spadek na rynku detalicznym został zrekompensowany wzrostem lokat przedsiębiorstw (+24.7%).

Dynamika akcji depozytowej

mln PLN

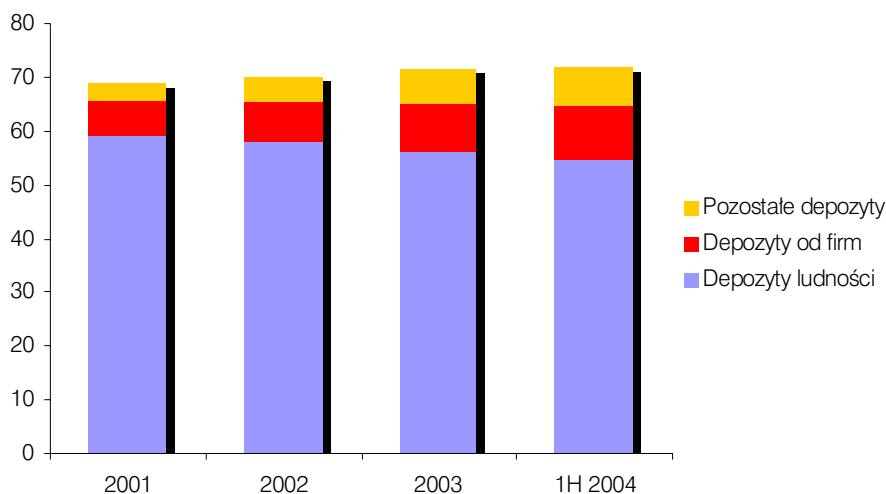


Źródło: raporty banków, Millennium DM

Około 78% depozytów PKO BP to depozyty detaliczne. Na koniec czerwca 2004 roku bank prowadził ponad 14.7 mln rachunków depozytowych (w tym około 5 mln rachunków Superkonto i 325 tys. rachunków internetowych). Udział depozytów w pasywach banku wynosi aż 85% - na tle dużych banków giełdowych wskaźnik ten należy uznać za wysoki. W przyszłości pozwoli on na większą niż dotychczas ekspansję na polu kredytów.

Struktura depozytów w PKO BP

mld PLN



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Struktura depozytów PKO BP

Działalność na rynku detalicznym

mln PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Depozyty złotowe	55 099.4	53 531.6	51 030.3	49 491.7
Zmiana		-2.8%	-4.7%	-3.0%
Depozyty walutowe	4 194.3	4 510.5	5 058.6	5 210.8
Zmiana		7.5%	12.2%	3.0%
Depozyty razem	59 293.7	58 042.1	56 088.9	54 702.5
Zmiana		-2.1%	-3.4%	-2.5%

Źródło: PKO BP, Millennium DM

Struktura depozytów PKO BP

Działalność na rynku korporacyjnym

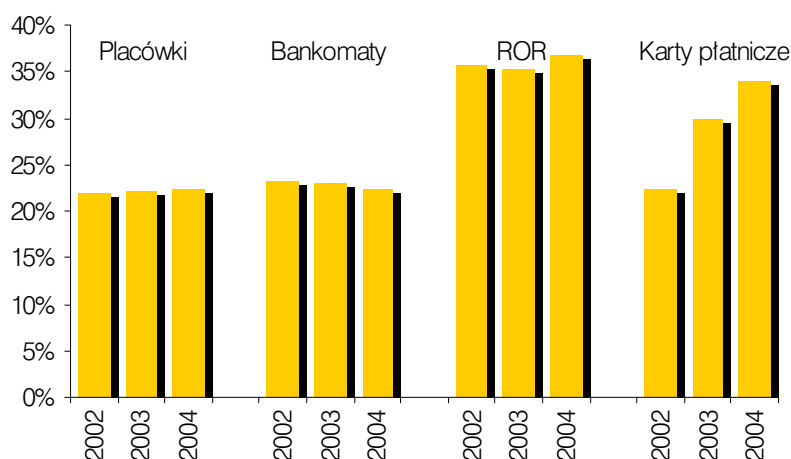
mln PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Depozyty złotowe	6 009.3	7 035.4	8 768.8	9 464.8
Zmiana		17.1%	24.6%	7.9%
Depozyty walutowe	167.4	287.2	365.2	498.1
Zmiana		71.6%	27.2%	36.4%
Depozyty razem	6 176.7	7 322.6	9 134.0	9 962.9
Zmiana		18.6%	24.7%	9.1%

Źródło: PKO BP, Millennium DM

Pozycja banku na rynku detalicznym

Bank jest liderem w obsłudze klientów detalicznych. Na koniec czerwca 2004 roku obsługiwał ponad 5 mln kont osobistych (wielokrotnie posiadał ok. 2.1 mln klientów). Bank posiada ponad 30% udział w rynku kart płatniczych (spółka wyemitowała ok. 5 mln kart płatniczych). Udział banku w kartach kredytowych jest jeszcze dość niski (niepełna 5%), jest to jednak wynikiem stosunkowo późnego rozpoczęcia przez PKO BP promocji tego produktu. Bank jest także liderem na rynku kredytów mieszkaniowych (28.6% udział w rynku)

Udział banku na rynku detalicznym



Źródło: raporty banków, Millennium DM

W strukturach banku działa trzeci co do wielkości bank internetowy - Inteligo (po mBanku i platformie internetowej BZ WBK), obsługujący ponad 300 tysięcy klientów. Docelowo, Inteligo będzie platformą informatyczną dla wszystkich klientów PKO BP.

Wyniki finansowe PKO BP

Dochody

Głównym źródłem dochodów PKO BP jest działalność na rynku detalicznym (55,6% wyniku na działalności bankowej). Podział dochodów ze względu na obszary działalności przedstawia poniższa tabela.

Podział dochodów PKO BP

Wynik na działalności bankowej

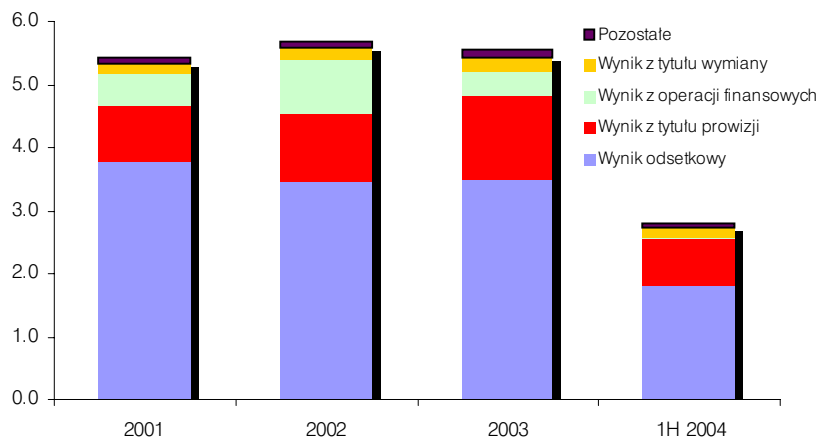
młn PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Bankowość detaliczna	2 986.8	2 763.8	2 905.8	1 526.7
Bankowość korporacyjna	930.5	836.6	796.8	420.2
Finansowanie nieruchomości	474.3	571.5	625.5	342.6
Rynek pieniężny i skarbowy	906.7	1 404.6	1 112.5	333.3
Pozostałe	134.5	98.1	128.1	44.6
Dochody razem	5 432.8	5 674.6	5 568.7	2 667.4

Źródło: PKO BP, Millennium DM, w WNB uwzględniono wynik na sprzedaży

Podobnie jak w innych spółkach sektora największy udział w przychodach PKO BP miał wynik odsetkowy (63% w 2003 roku), jednak coraz większą rolę odgrywa wynik z tytułu prowizji (udział tej pozycji w przychodach banku wzrósł w 2003 roku do 24% z 17% w 2001 roku). Szczegółowy podział dochodów banku przedstawia poniższy wykres.

Struktura wyniku na działalności bankowej w PKO BP

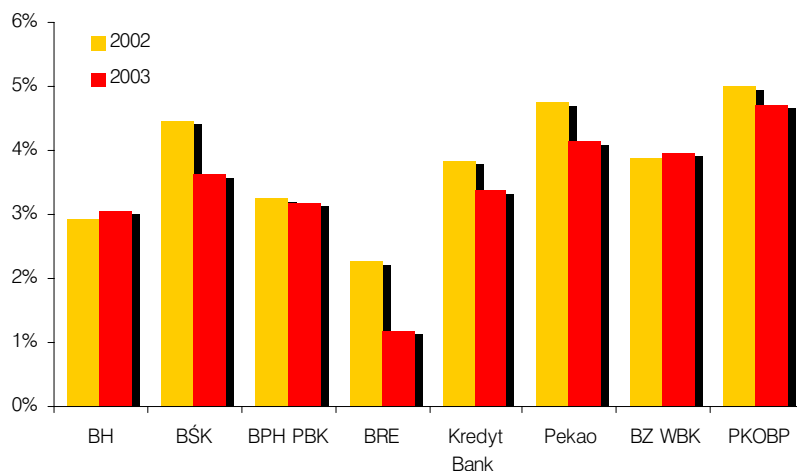
mld PLN



Źródło: raporty banków, Millennium DM

W ciągu ostatnich lat obserwowaliśmy spadek marży odsetkowej w PKO BP. Było to zgodne z tendencjami panującymi w sektorze. W 2003 roku marża odsetkowa w PKO BP spadła do 4.7% (w 2002 roku wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 5%). Osiągnięty wynik był jednak lepszy niż w innych bankach giełdowych, na co największy wpływ miała koncentracja banku na bardziej rentownym segmencie detalicznym (wyższa marża kredytowa niż w segmencie korporacyjnym) oraz wyższy udział środków na rachunkach ROR i lokatach a-vista.

Wskaźnik marży odsetkowej w bankach

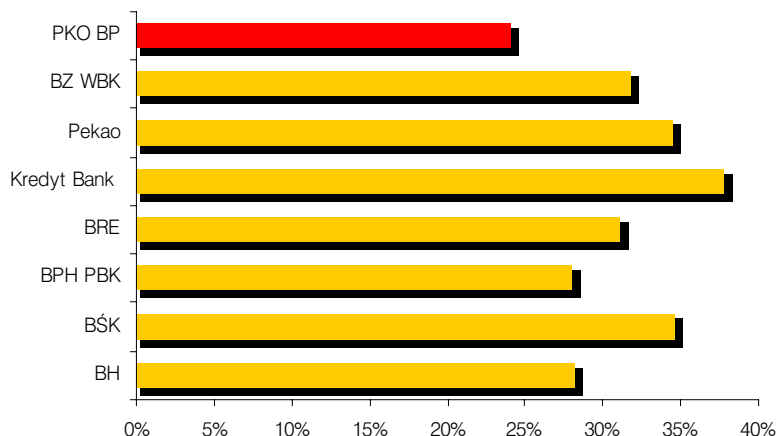


Źródło: raporty banków, Millennium DM

PKO BP jest uznawany przez wielu klientów za najbezpieczniejszy bank w Polsce (wynik utrzymywanych przez lata gwarancji SP na depozyty lokowane w PKO BP). Renoma spółki umożliwia jej stosowanie nieco niższych niż konkurencji (mniejsze banki) stawek oprocentowania depozytów, tym niemniej stawki PKO BP pozostają w dalszym ciągu znacząco wyższe niż u głównego konkurenta Pekao SA.

Stosunkowo niski na tle innych banków pozostaje udział dochodów prowizyjnych w ogólnych dochodach banku. Stanowią one 24% wobec średniej wśród banków giełdowych w wysokości 32%.

Udział prowizji w dochodach banków



Źródło: raporty banków, Millennium DM

Koszty działalności banku

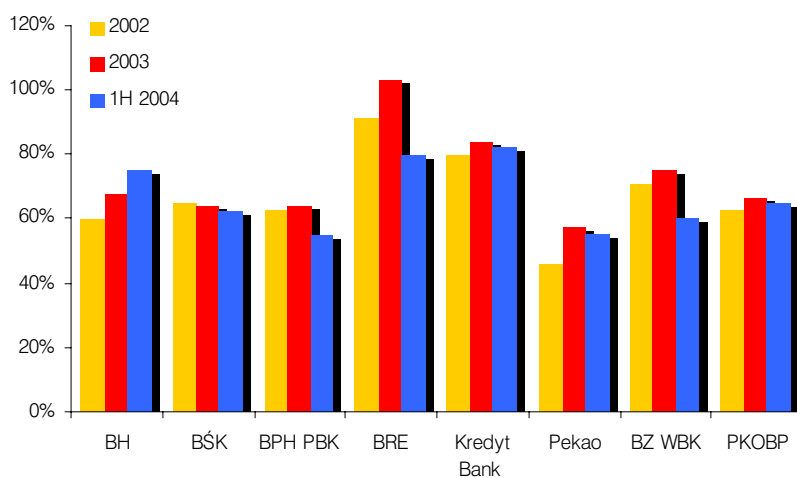
W ciągu ostatnich 3 lat koszty banku (bez amortyzacji) wzrastały średniorocznie o 5.8%. W tym czasie współczynnik koszty/dochody wzrósł z 59.9% do 66.6%. Podział kosztów banku w latach 2001-2003 przedstawia poniższa tabela.

Struktura kosztów działalności PKO BP				
mIn PLN	2001	2002	2003	1H 2004
Koszty wynagrodzeń	1 608.3	1 781.3	1 878.3	952.0
Koszty rzeczowe	733.3	787.3	711.8	208.8
Pozostałe koszty	504.9	554.5	598.6	379.0
w tym BFG	18.3	10.4	14.6	5.9
Koszty razem	2 846.6	3 123.1	3 188.7	1 539.7
Zmiana		9.7%	2.1%	5.3%
Amortyzacja	410.2	447.3	517.4	259.2
Współczynnik koszty/dochody	59.9%	62.9%	66.6%	64.5%

Źródło: PKO BP, Millennium DM

PKO BP nie przechodził w ostatnich latach głębokiej restrukturyzacji (odmiennie niż większość banków), nie posiada także w pełni wdrożonego nowoczesnego systemu informatycznego. Sprawia to, że pod względem efektywności bank plasuje się niżej niż podobny Pekao S.A.

Wskaźnik koszty/dochody w bankach giełdowych

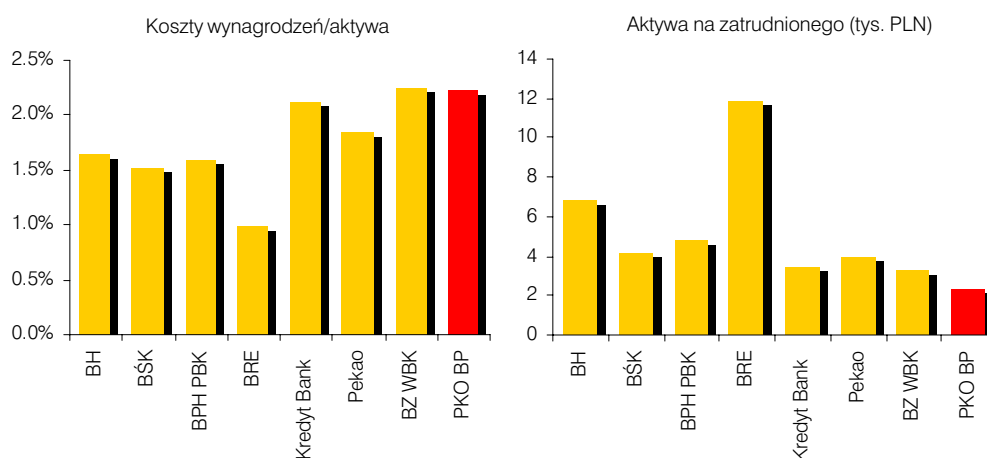


Źródło: Millennium DM, PKO BP

Zatrudnienie

W ciągu ostatniego roku liczba etatów w banku PKO BP spadła zaledwie o 3.3% (do 36 tys. pracowników). Niewielki spadek na tle konkurentów wynikał z obecności w banku związków zawodowych oraz państwowego charakteru podmiotu. Plan finansowy spółki na lata 2004-5 zakłada optymalizację struktury i poziomu zatrudnienia w Banku. Szacujemy, że liczba pracowników na koniec 2005 roku wyniesie około 34 tys. etatów. Naszym zdaniem nie przełoży się to jednak na spadek kosztów. Będzie wynikiem stopniowych podwyżek płac w banku (obecnie wynagrodzenia w PKO BP są niższe niż stawki rynkowe, zwłaszcza dotyczy to stanowisk merytorycznych i kierowniczych), które nie zostaną zrekomensowane przez powolny spadek liczby zatrudnionych w spółce. Zakładamy średnioroczny wzrost wynagrodzeń w banku w latach 2004-2006 na poziomie 7%.

Wskaźniki efektywności zatrudnienia w PKO BP



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Systemy informatyczne w banku

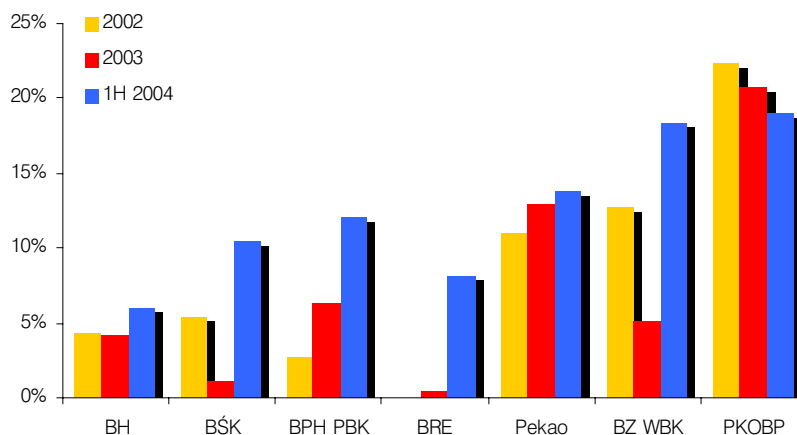
Obecny system informatyczny działający w PKO BP jest przestarzały (bank nie posiada scentralizowanego systemu informatycznego). W 2003 roku bank rozpoczął proces implementacji zintegrowanego systemu, we współpracy z Softbankiem oraz Accenture. Masowe wdrażanie ZSI jest planowane na lata 2006-2007. Koszty związane z wdrożeniem wyniosą w ciągu pierwszych 3 lat około 600 mln PLN.

Rentowność PKO BP

Zyskowność PKO BP osiągnięta w latach 2001-2003 była bardzo wysoka na tle całego sektora bankowego. W latach 2001-2003 bank wypracował odpowiednio 887, 1051 i 1228 mln PLN (w latach 2002-2003 były to najwyższe wyniki w sektorze).

Rentowność banków giełdowych

ROE



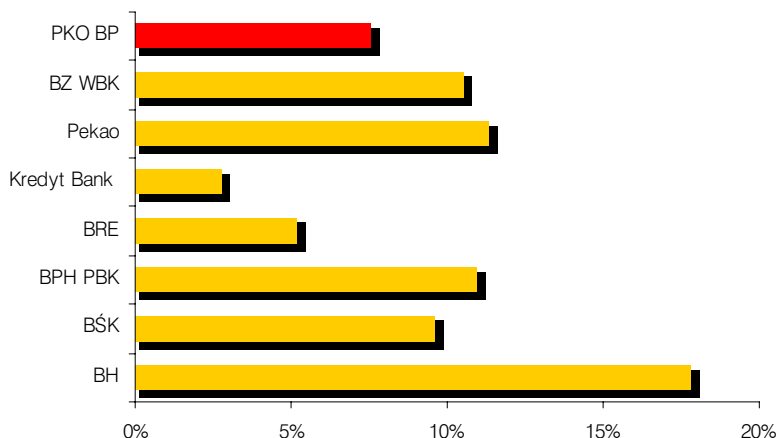
Źródło: raporty banków, Millennium DM

W tym czasie średnia rentowność kapitałów własnych wyniosła około 22%, co na tle banków giełdowych było rewelacyjnym wynikiem. Głównymi czynnikami wpływającymi na osiągnięte rezultaty były:

- ❑ brak konieczności inwestycji banku w rozbudowę sieci, co wiązało się z niskimi kosztami nowych inwestycji, promocji itp.
- ❑ niski udział kapitałów własnych banku w pasywach, wynikiem czego była wyższa niż u konkurentów dźwignia finansowa i wysokie ROE

Wskaźnik kapitały własne/aktywa w bankach giełdowych

XII 2003



Źródło: Millennium DM, PKO BP

- ❑ koncentracja banku na segmencie detalicznym, a w szczególności na mało ryzykownych kredytach hipotecznych i mieszkaniowych. Korzystnie wpłynęło to na poziom ryzyka w banku i wysokość odpisów na rezerwy
- ❑ niski udział w portfelu kredytów dla dużych firm, co korzystnie wpłynęło na jakość należności i w konsekwencji na wysokość tworzonych rezerw.

Rentowność PKO BP

mln PLN



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Prognozy wyników finansowych PKO BP

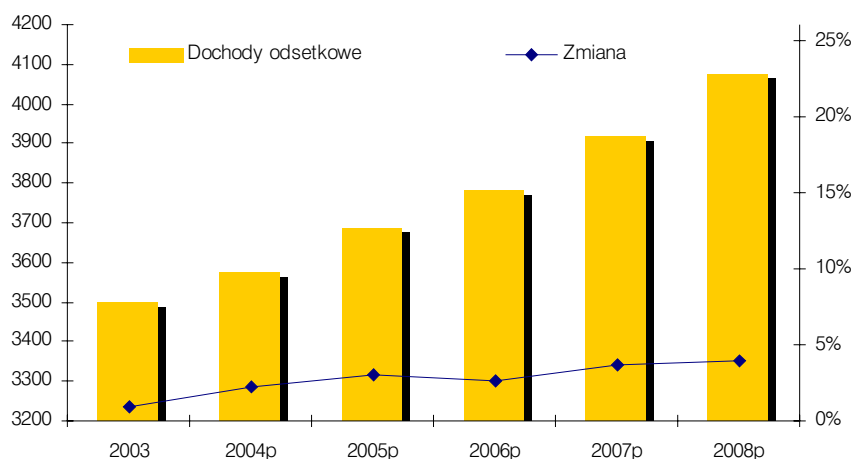
Strategia banku zakłada utrzymanie w kolejnych latach wskaźnika ROE na poziomie >20%. Uważamy, że jest to bardzo ambitne założenie i bez ustalenia wysokiego wskaźnika wypłaty dywidend (70-90%) praktycznie nieosiągalne biorąc pod uwagę możliwości generowania zysków przez bank. Naszym zdaniem w 2004 roku bank powinien wykazać zysk przekraczający wynik osiągnięty w ubiegłym roku. Prognozujemy osiągnięcie zysku netto w wysokości 1453 mln PLN (ROE na poziomie 20.4%). Na lata 2005-2006 przewidujemy osiągnięcie zysków netto w wysokości 1587 mln PLN i 1626 mln PLN (ROE odpowiednio 18.8% i 17.0%).

Do przyrostu zysku netto w kolejnych latach przyczynią się naszym zdaniem:

- ❑ **wzrost przychodów odsetkowych przy nieznacznie niższej marży odsetkowej** - utrzymujące się stosunkowo wysokie stopy procentowe (na tle obserwowanych w 2003 roku) stabilizująco wpływają na poziom marży realizowanej przez bank w bieżącym roku.

Prognozy wyniku odsetkowego PKO BP

mln PLN



Źródło: Millennium DM, PKO BP

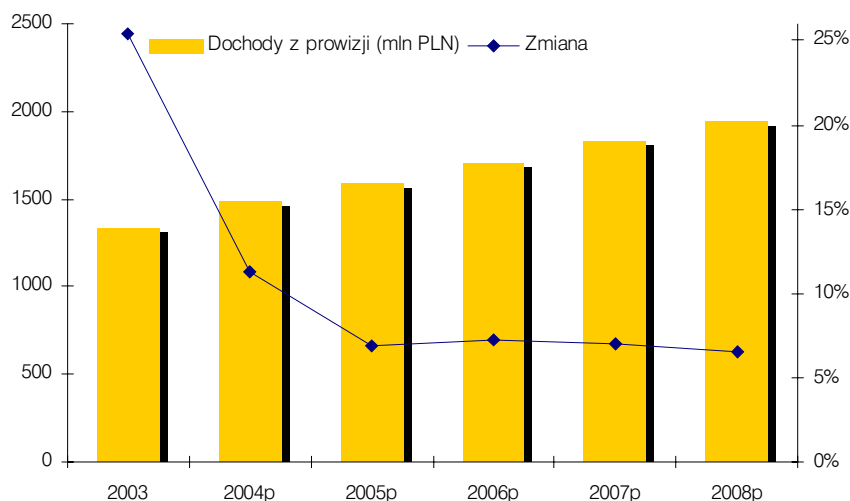
Czynnikami, który korzystnie wpłynie na wynik odsetkowy w kolejnych latach będzie wzrost popytu na kredyty ze strony firm (wzrost wydatków inwestycyjnych). Spodziewamy się także dalszej ekspansji kredytowej na rynku detalicznym - wraz z poprawą sytuacji gospodarczej oraz spadkiem bezrobocia wzrośnie popyt konsumpcyjny, który w części będzie finansowany kredytem (bank aktywnie współpracuje z pośrednikami kredytowymi, co już obecnie pozwala mu na skorzystanie z boomu na rynku kredytów konsumpcyjnych). Dodatkowym czynnikiem, który może korzystnie oddziaływać na zyski odsetkowe banku będzie spodziewany spadek płynności na rynku międzybankowym, który spowoduje najprawdopodobniej wzrost stawek, a tym samym dodatnio wpłynie na zyski PKO BP (bank posiada znaczną nadwyżkę środków po stronie pasywów, którą lokuje w innych bankach).

W miarę przybliżania się momentu wejścia Polski do Unii Monetarnej oczekujemy postępującego procesu obniżania się marży odsetkowej w bankach (jedynie w bieżącym roku proces ten uległ krótkookresowemu zatrzymaniu). Szacujemy, że marża odsetkowa w PKO BP w 2004 roku wyniesie 4.58% wobec 4.71% w 2003 roku. W 2005 roku przewidujemy spadek do 4.47% (częściowo będzie to wynikiem wzrostu wartości nisko marżowych kredytów hipotecznych oraz korporacyjnych w portfelu banku). W tym okresie prognozujemy wzrost wyniku odsetkowego odpowiednio o 2.3% i 3.1%.

- **wyższe przychody z tytułu prowizji:** przewidujemy dalszy, stabilny wzrost liczby ROR i kart płatniczych. Prognozowane zwiększenie popytu na kredyty wywołane poprawą sytuacji gospodarczej przyczyni się do wzrostu wyniku z tytułu prowizji w PKO BP. Na poziom prowizji dodatnio wpłyną także dochody z tytułu sprzedaży polis ubezpieczeniowych (bankassurance), biorąc jednak pod uwagę skalę działalności PKO BP oraz wciąż niską świadomość ubezpieczeniową klientów, nie spodziewamy się aby w najbliższych latach był to wpływ znaczący.

Prognozy wyniku z tytułu prowizji PKO BP

mln PLN

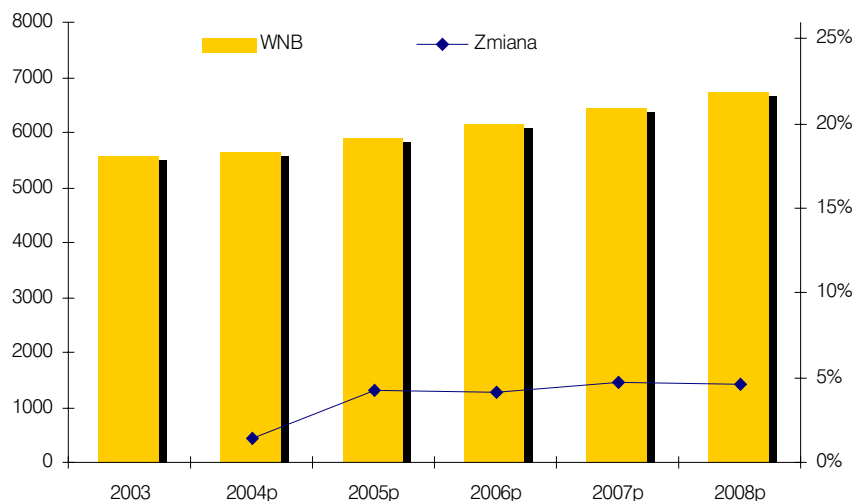


Źródło: Millennium DM, PKO BP

W latach 2004-2005 przewidujemy wzrost pozycji z tytułu prowizji na poziomie odpowiednio 11.3% i 6.9%

Prognozy wyniku z działalności bankowej PKO BP

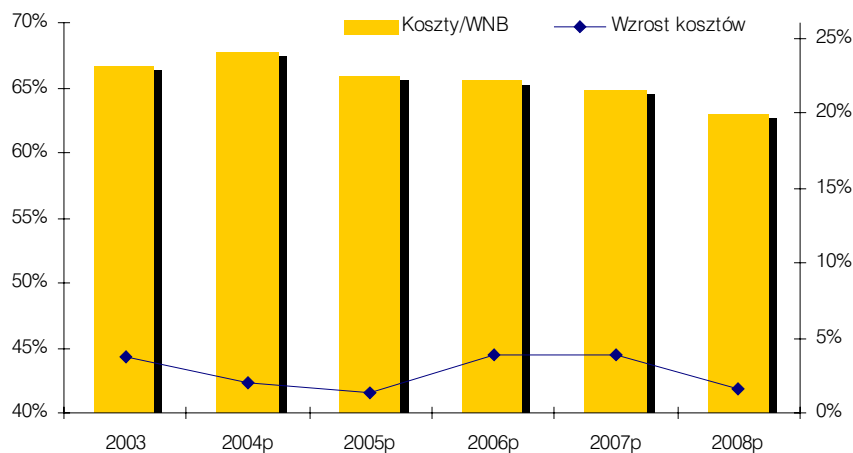
mln PLN



Źródło: Millennium DM, PKO BP

- dalszy ograniczony wzrost kosztów działania banku:** w 2003 roku PKO BP odnotował wzrost kosztów (2.1% wobec średniego spadku w bankach giełdowych na poziomie 3.2%). W kolejnych latach wydatki banku wzrosną w związku z kosztami związanymi z nowymi inwestycjami w obszarze IT. Oczekujemy także wzrostu wydatków na reklamę i działania promocyjne. Nie spodziewamy się w związku z tym znaczącego spadku kosztów działalności spółki. W 2004 roku przewidujemy przejściowy niewielki wzrost wskaźnika koszty/dochody

Prognozy kosztów działalności PKO BP



Źródło: Millennium DM, PKO BP

o 0.3pp do 66.9% (skutek niższych dochodów z operacji finansowych wywołanych stratami na rynku papierów dłużnych). Wzrost dochodów sprawi, że w kolejnych latach wskaźnik koszty/dochody spadnie do 65% w 2006 roku. Na ograniczenie wzrostu poziomu kosztów wpłynie obniżenie zatrudnienia o ok. 1000-1200 osób rocznie. Naszym zdaniem obniżki zatrudnienia nie będą większe (maksymalnie 2-4% rocznie, w części wynikające z czynników demograficznych) co jest wynikiem państwowego charakteru banku (w spółkach o

podobnych charakterze np. KGHM czy PKN Orlen restrukturyzacja zatrudnienia nawet po kilku latach po prywatyzacji wciąż pozostaje w planach). Korzystnie na poziom kosztów wpłynie po 2007 roku wprowadzenie scentralizowanego systemu informatycznego obejmującego wszystkie oddziały. Nasze prognozy zakładają 1.9% przyrost kosztów w 2004 roku oraz 1.8% w 2005.

Prognozy struktury kosztów działalności PKO BP

młn PLN	2003	2004p	2005p	2006p
Koszty wynagrodzeń	1 878.3	1 956.3	2 027.8	2 086.4
Zmiana	5.4%	4.2%	3.7%	2.9%
Koszty rzeczowe	711.8	654.9	615.6	603.3
Pozostałe koszty	598.6	628.5	653.7	679.8
Koszty razem	3 188.7	3 254.5	3 312.5	3 385.6
Zmiana		2.1%	1.8%	2.2%
Amortyzacja	517.4	523.7	532.5	600.8
Koszty całkowite	3 706.0	3 778.3	3 845.0	3 986.4
Zmiana		1.9%	1.8%	3.7%
Współczynnik koszty/dochody	66.6%	66.9%	65.3%	65.0%

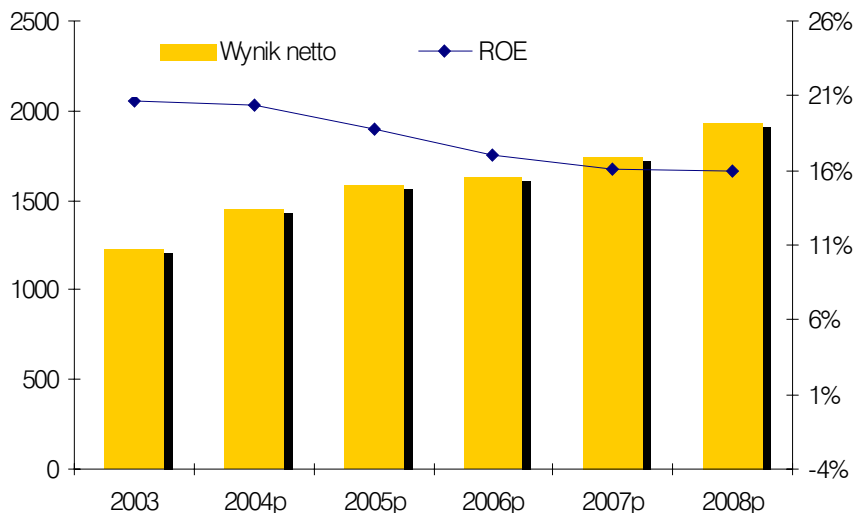
Źródło: PKO BP, Millennium DM

- **Utrzymanie korzystnych tendencji w zakresie jakości portfela kredytowego:** koncentracja banku na działalności w segmencie detalicznym oraz brak większościowego akcjonariusza, który znacznie ostrzej niż polskie zarządy podchodziłby do kwestii związanej z ryzykiem portfela kredytowego wpłyną naszym zdaniem korzystnie na wykazywaną jakość portfela kredytów. Dodatkowym czynnikiem, który będzie pozytywnie oddziaływał na jakość należności będzie dobra koniunktura gospodarcza w kolejnych latach, ograniczająca konieczność odpisów. W prognozach przyjęliśmy stosunkowo niski poziom rocznych odpisów na rezerwy (0.5-0.6% portfela kredytowego), co jest wynikiem zwiększającego się udziału w portfelu kredytów mieszkaniowych. Jest to niższy poziom na tle zakładanego przez nas dla innych banków (0.9%).

Strategia banku, zakładająca stabilny wzrost przełoży się na wzrost wyników banku. W latach 2004-2005 przewidujemy utrzymanie przez bank pozycji lidera w sektorze pod względem zyskowności.

Prognozy rentowności PKO BP

młn PLN



Źródło: Millennium DM, PKO BP

Rachunek wyników (mln PLN)

	2002	2003	2004p	2005p	2006p
przychody z tytułu odsetek	6 737	5 168	5 779	5 853	5 944
koszty odsetek	3 274	1 672	2 202	2 165	2 161
wynik z tytułu odsetek	3 463	3 496	3 577	3 687	3 783
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	1 063	1 334	1 485	1 587	1 702
z tyt. operacji finansowych	870	378	145	152	160
z tytułu wymiany	203	222	313	332	352
z akcji i udziałów + inne	76	139	129	132	136
wynik na działalności bankowej	5 675	5 569	5 649	5 890	6 132
koszty pozaodsetkowe	3 570	3 706	3 778	3 845	3 986
amortyzacja, w tym:	447	517	524	532	601
saldo rezerw	-704	297	202	219	280
pozostałe	50	95	125	133	140
zysk przed opodatkowaniem	1 444	1 651	1 794	1 959	2 007
podatek	393	423	341	372	380
zysk netto	1 051	1 228	1 453	1 587	1 626
EPS	1.1	1.2	1.5	1.6	1.6

Bilans (mln PLN)

	2002	2003	2004p	2005p	2006p
kasa, środki w banku centralnym	4 752	3 808	3 287	3 421	3 548
należności od instytucji finansowych	11 342	8 260	8 043	8 106	8 652
należności od klientów	32 945	38 394	42 234	45 275	47 900
papiery dłużne	28 040	29 524	29 741	31 466	33 417
majątek trwały	2 672	2 453	2 478	2 503	2 528
wnip	303	277	305	320	711
inne aktywa	2 186	1 799	1 386	1 456	1 529
aktywa razem	82 240	84 515	87 473	92 547	98 285
zobowiązania wobec banku centralnego	0	0	0	0	0
zobowiązania wobec instytucji fin.	1 633	1 202	1 082	1 809	3 374
zobowiązania wobec klientów	70 101	71 500	73 038	76 032	78 845
fundusze specjalne i inne pasywa	3 579	4 121	4 165	4 293	4 426
rezerwy	1 446	1 299	1 337	1 404	1 475
kapitał własny, w tym:	5 480	6 393	7 851	9 008	10 164
zysk netto	1 051	1 228	1 453	1 587	1 626
pasywa razem	82 240	84 515	87 473	92 547	98 285
BVPS	5.5	6.4	7.9	9.0	10.2

p - prognoza Millennium DM S.A., WNB wraz z zyskami ze sprzedaży

Wskaźniki (%)

	2002	2003	2004p	2005p	2006p
WNBPS (PLN)	34.2	33.5	34.0	35.5	36.9
kredyty/depozyty	47.0	53.7	57.8	59.5	60.8
kredyty/aktywa	40.1	45.4	48.3	48.9	48.7
depozyty/pasywa	85.2	84.6	83.5	82.2	80.2
kapitał własny/aktywa	6.7	7.6	9.0	9.7	10.3
przychody odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	9.7	7.0	7.4	7.1	6.8
koszty odsetkowe/sr. aktywa odsetkowe	4.7	2.3	2.8	2.6	2.5
wynik odsetkowy/sr. aktywa odsetkowe	5.0	4.7	4.6	4.5	4.3
koszty odsetkowe/sr. pasywa odsetkowe	4.6	2.3	3.0	2.9	2.7
spread odsetkowy	5.1	4.6	4.4	4.3	4.1

Zmiana (%)

	2002	2003	2004p	2005p	2006p
wartości aktywów	3.7	2.8	3.5	5.8	6.2
wartości kredytów	7.5	16.5	10.0	7.2	5.8
wartości depozytów	1.8	2.0	2.2	4.1	3.7
wynik z tytułu odsetek	-8.5	1.0	2.3	3.1	2.6
wyniku z tytułu prowizji	18.6	25.4	11.3	6.9	7.3
kosztów	9.6	5.1	1.9	1.8	4.8
kapitałów własnych	38.4	16.6	22.8	14.7	12.8
zysk netto	18.5	16.8	18.3	9.2	2.5
koszty działalności bankowej/wnb	55.0	57.3	57.6	56.2	55.2
koszty/wnb	62.9	66.6	66.9	65.3	65.0
koszty/aktywa	5.0	5.1	5.0	4.9	4.8
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.3	1.6	1.7	1.8	1.8
wynik z tytułu odsetek/aktywa	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0
ROA	1.3	1.5	1.7	1.8	1.7
ROE	22.3	20.7	20.4	18.8	17.0
realne ROE	21.2	18.7	17.9	16.3	14.5

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Michał Buczyński

+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Michał Hulbój

+22 598 26 59
michal.hulboj@millenniumdm.pl

Piotr Her

+22 598 26 81
piotr.her@millenniumdm.pl

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Analityk

telekomunikacja, chemia,
budownictwo, metale

Asystent

przemysł drzewny i papierienny,
przemysł lekki

Asystent

hotele, motoryzacja

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 65
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pelka

+22 598 26 79
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 67
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Adam Zajler

+22 598 26 77
adam.zajler@millenniumdm.pl

Piotr Gawrys

+22 598 26 75
piotr.gawrys@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
al. Jerozolimskie 123 Millennium Plaza XIXp
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium DM jest członkiem konsorcjum sprzedającego akcje spółki. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: ATM Grupa, Redan, Artman, Techmex, Broker FM, Comp Rzeszów, FAM od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły niniejszy raport, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejszy raport został przygotowany przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi rekomendacji, reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Nie należy interpretować niniejszego raportu analitycznego jako sugestii pośredniej lub bezpośredniej podjęcia określonych działań inwestycyjnych w odniesieniu do jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja może być dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dobowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem publikacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
--------	--------------	---------------------------	--

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2004 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	3	20%
Akumuluj	3	20%
Neutralnie	9	60%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej

Kupuj	2	25%
Akumuluj	3	75%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy