

9 czerwca 2009

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

Cena bieżąca	25,25 PLN
Cena docelowa	30,2 PLN
Kapitalizacja	25,3 mld PLN
Free float	12,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	202,62 mln PLN

Struktura akcjonariatu

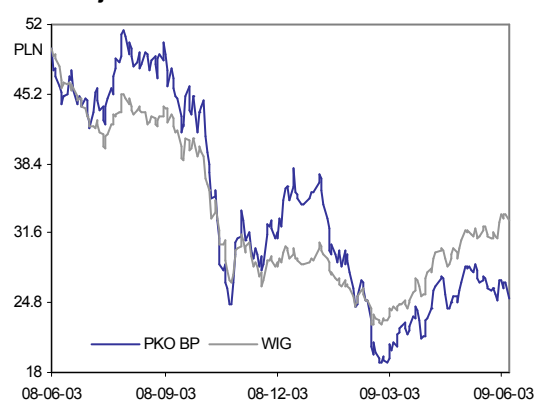
Skarb Państwa	51,24%
Pozostali	48,76%

Strategia dotycząca sektora

Zakładamy negatywny scenariusz dla sektora bankowego w 2009 roku (PKB 0%). Zyski banków spadną o 2/3 w relacji do 2008 roku. Zarządy banków są bardziej optymistyczne w zakresie perspektyw spadku wyniku. Uważamy, że obecne wyceny rynkowe zdyskontowały już negatywny scenariusz: wysoki koszt finansowania (ujemny spread depozytowy na nowej sprzedaży, koszty ryzyka ponad 2%, spadek wyników operacyjnych przed rezerwami o ponad 20% R/R). Aktywa/kapitały dla sektora to 12,7 dla banków giełdowych 10,4, dla krajów strefy Euro 18. Uważamy, że w Polsce nie ma konieczności delewarowania kapitałów. Rynek nie dyskontuje perspektyw wzrostu sektora, którego aktywa stanowią 83% PKB (kraje strefy euro 315%, kraje regionu 137%).

Profil spółki

PKO BP jest jednym z dwóch największych banków w Polsce. Pod względem poszczególnych wolumenów (np. kredytów i depozytów gospodarstw domowych) pozostaje liderem na rynku. Jednocześnie PKO BP w dalszym ciągu pozostaje bankiem o największej bazie klientów (ma ponad 6 mln klientów indywidualnych, podczas gdy Pekao po fuzji ma ich przeszło 4 mln). Relacja kredyty/depozyty na koniec 1Q09 wynosiła 96,5%, współczynnik wypłacalności 12,09%.

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

Akumuluj

(Niezmieniona)

Transakcja roku?

Uważamy, że celem emisji aż 650 mln akcji w PKO BP mogłoby być nie tylko dokapitalizowanie PKO BP. Część środków może zostać przeznaczona na wzmocnienie bazy kapitałowej banku (ok. 5 mld PLN), jednak pozostałe środki musiałyby zostać przeznaczone na akwizycje. Naszym zdaniem jednym z możliwych scenariuszy jest stworzenia dużej grupy finansowej o zasięgu europejskim. PKO BP staje się największą grupą bankassurance w regionie. Dywersyfikuje operacje w ramach grupy kapitałowej, zyskuje potencjał do rozwoju nowej bazy produktowej, a co ważne w dzisiejszych czasach, również dostęp do środków PZU (źródło depozytów). Eureko realizuje zysk z inwestycji. Akcjonariusze mniejszościowi PKO BP mają udziały w jednym z największych podmiotów finansowych w tej części Europy. Środki z emisji od razu zostają zainwestowane w podmiot, który przynosi zwrot na kapitale (14,9% po 1Q09, 13% w 2008 roku, mimo posiadanej nadwyżki kapitałowej). Jeśli taki scenariusz zostanie zrealizowany, pozytywnie odbieramy inwestycję w PKO BP w długim terminie. Ze względu na brak jakichkolwiek parametrów przy ewentualnej transakcji, nie jesteśmy w stanie odnieść się do ceny docelowej dla PKO BP. Ważnymi punktami będą ZWZA obu podmiotów, oba zaplanowane na 30 czerwca. Najważniejsza jest kwestia przegłosowania wszystkich planowanych uchwał w PZU, co oznaczałoby naszym zdaniem krok milowy w negocjacjach z Eureko.

Scenariusz pośredni

Możliwy jest również scenariusz pośredni. PKO BP najpierw wyemituje część akcji, aby pozyskać 5 mld PLN. Uważamy, że skala rozwodnienia na pewno nie sięgnęłaby aż 650 mln akcji. W kolejnym kroku pozostaje otwarta furtka do dalszych operacji i ewentualnej emisji w celu akwizycji, czy to udziałów w PZU czy innego podmiotu na rynku.

Scenariusz negatywny

W najgorszym scenariuszu nastąpi jednak rozwodnienie o 650 mln akcji tytułem pozyskania zaledwie 5 mld PLN. Oznacza to cenę nowej emisji na poziomie niespełna 7,7 PLN/akcję. Przeprowadziliśmy symulację takiego scenariusza w naszych prognozach wyników finansowych. Nie zmienialiśmy żadnych założeń dotyczących potencjalnego biznesu PKO BP, choć jest to założenie pesymistyczne (emisja daje potencjał do rozwoju sumy bilansowej). Zakładamy wypłatę 2,88 mld PLN w formie dywidendy z zysków za 2008 rok i zmieniając założenie wypłaty na rok przyszły (40% dywidendy z zysków) wychodzimy na cenę docelową na poziomie 21,6 PLN/akcję. Uważamy jednak taki scenariusz za mało prawdopodobny.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Wynik odsetkowy	4 647	6 127	5 057	5 328	5 987
Marża odsetkowa	4,4%	5,0%	3,6%	3,6%	3,8%
WNDB	7 445	9 097	7 993	8 257	8 994
Zysk operacyjny	3 662	5 092	3 872	4 131	4 805
Zysk brutto	3 609	3 977	1 788	2 019	4 254
Zysk netto	2 904	3 121	1 437	1 627	3 437
ROE	26%	24%	10%	10%	19%
P/E	8,7	8,1	17,6	15,5	7,3
P/BV	2,1	1,8	1,6	1,5	1,3
D/PS	1,09	0,00	0,00	0,65	1,55
Dividend yield	4,3%	0,0%	0,0%	2,6%	6,1%

Sytuacja PKO BP

Na ZWZA PKO BP ma zostać głosowana zmiana w statucie banku, która umożliwi emisję do 650 mln nowych akcji. Obecnie kapitał zakładowy PKO BP dzieli się na 1 mld akcji. Plany tak dużej emisji były dużym, negatywnym zaskoczeniem dla rynku. Wcześniej spekulowano, że bank pozyska z emisji do 5 mld PLN nowego kapitału, co przy cenie emisyjnej na poziomie 25 PLN/akcję dawałoby emisję 200 mln akcji, przy cenie emisyjnej 20 PLN/akcję - 250 mln akcji.

Kolejnym komunikatem było ogłoszenie wypłaty dywidendy na poziomie 2,88 PLN/akcję (łącznie 2,88 mld PLN), co przy bieżącej wycenie rynkowej daje stopę dywidendy brutto na poziomie 11,4% (przy cenie 25,22 PLN/akcję). Jest to czynnik wspierający notowania PKO BP, jednak o znacznie mniejszej wadze niż komunikat o emisji. Skarb Państwa pozyska wówczas 1,48 mld PLN brutto.

Prezes J. Pruski podczas spotkania z dziennikarzami zapowiedział, że bank chce pozyskać do 5 mld PLN z emisji nowych akcji. Stoi to w dużej sprzeczności z obecną wyceną rynkową i intencją w zakresie liczby emitowanych walorów. Przy emisji 650 mln akcji i pozyskaniu tylko 5 mld PLN, cena emisyjna zostałaby ustalona na poziomie 7,7 PLN/akcję. Uważamy taki scenariusz za nierealny i nieodpowiedzialny z punktu widzenia zarządzania wartością i wizerunkiem firmy. Argumentem zarządu była chęć zabezpieczenia się przed wahaniami cen akcji i pozyskaniem 5 mld PLN dodatkowego kapitału. Uważamy jednak, że przy obecnej wycenie rynkowej, wynikach banku oraz wycenie porównywalnych konkurentów, „bufor bezpieczeństwa” mógłby być znacznie niższy.

Bank może w pierwszym kroku wyemitować tylko część akcji, gdyż sformułowanie komunikatu wskazywało, że będzie to maksymalnie 650 mln akcji. Wówczas w pierwszym kroku emisja miałaby zostać wyemitowana mniejsza liczba akcji. Jednocześnie zmiana statutu pozostawiałaby zarządowi furtkę, umożliwiającą elastyczne i dynamiczne podjęcie procesu kolejnej emisji.

Taki zabieg mógłby służyć np. akwizycjom PKO BP. Spekulacje rynkowe od razu wskazują na lokalnych graczy notowanych na GPW. Przez rynek w ciągu ostatniego roku przetoczyła się fala doniesień o tym, że inwestorzy strategiczni będący w kłopotach mogą chcieć zamknąć inwestycje w Polsce w celu utrzymania się na ich lokalnych rynkach. „Na sprzedaż rynek wystawił”: BRE Bank, BZ WBK, Handlowy, ING BSK, Kredyt Bank, Millennium. Poza kręgiem podejrzeń pozostawały jak na razie tylko Pekao i Getin Holding spośród banków giełdowych. Biorąc pod uwagę obecne wyceny rynkowe PKO BP, przy założeniu emisji całości akcji (650 mln), PKO BP mógłby pozyskać nawet 16,25 mld PLN nowego kapitału (przy cenie emisyjnej 25 PLN/akcję). Starcza to na przejęcie pakietów strategicznych np. BZ WBK, Banku Handlowego, ING BSK, Kredyt Banku i Millennium razem wziętych. Taki ruch z góry skazany jest na niepowodzenie. Zgody na taką konsolidację nie wyda np. UOKiK, który stoi na straży utrzymania konkurencji i nie pozwala na akwizycje, które dawałyby ponad 30% udziałów rynkowych. A to w przypadku PKO BP i przejęcia aktywów więcej niż jednego z wyżej wymienionych banków jest realnym zagrożeniem. Wówczas PKO BP zostałby zmuszony do odsprzedaży części biznesu, a to godzi w sens ekonomiczny takiej transakcji.

Zestawienie wycen rynkowych banków giełdowych

	P (PLN)	Mcap (mln PLN)	free float (mln PLN)	Pakiet inwestora strategicznego (mln PLN)	Udział inwestora Strategicznego
BPH	37,15	1067	364	703	65,9%
BZ WBK	91,4	6669	1967	4701	70,5%
BRE	163,9	4866	1470	3396	69,8%
Handlowy	52,5	6860	1715	5145	75,0%
ING BSK	332,6	4327	1082	3245	75,0%
Kredyt Bank	6,46	1755	254	1501	85,5%
Millennium	2,7	2293	791	1502	65,5%
Pekao	116,3	30495	12418	18077	59,3%
Razem		58332	20061	38270	
RAZEM bez Pekao		27836	7643	20193	

Źródło: DI BRE Banku, banki

Naszym zdaniem ewentualnym celem przejęcia jest znacznie większy, pojedynczy podmiot. Na rynku lokalnym może być to gracz niebankowy i tu wskazujemy na PZU. Naszym zdaniem taka emisja może być lekiem na spór Eureko ze Skarbem Państwa, w kwestii którego nastąpiły w ostatnim okresie istotne zmiany. PKO BP odkupiłoby od Eureko pakiet akcji. Argumentem za takim scenariuszem mogą być ostatnie doniesienia o bliskim finale negocjacji z Eureko, które

padły z ust osób z ministerstwa oraz plany wypłaty dywidendy z zysków PZU. Zarówno Skarb Państwa, jak i Eureko mają interes w pozyskaniu dywidendy z PZU. Przez fakt niewypłacania dywidend przez ubezpieczyciela w ciągu ostatnich trzech lat (m.in. przez wzgląd na toczący się spór z Eureko), ubezpieczyciel posiada znaczne nadwyżki kapitału.

Ostatnie doniesienia na temat sporu MSP z Eureko

Na koniec kwietnia br. Minister Skarbu, A. Grad, poinformował o wznowieniu negocjacji z Eureko w sprawie sporu o sprzedaż udziałów ubezpieczyciela. Z jego późniejszych wypowiedzi wynikało również, że ugoda może zostać osiągnięta jeszcze w czerwcu br. i jest zainteresowany szybkim zakończeniem sporu. Jednocześnie Eureko też jest zainteresowany zakończeniem wieloletniego sporu. Co zaskakujące Eureko 15 maja zdecydowało się na zawieszenie postępowania w Trybunale Arbitrażowym w Brukseli na co przystał polski Skarb Państwa. Jest to pierwszy taki krok ze strony inwestora od czasu rozpoczęcia sporu.

Przedmiotem sporu są udziały w PZU. Na koniec 2008 roku Eureko miało 32,12% udziałów w PZU, Skarb Państwa ma ponad 55% udziałów. Przedmiotem sporu jest aneks do umowy prywatyzacyjnej między Eureko a polskim Skarbem Państwa, który przewidywał możliwość zbycia akcji na rzecz holenderskiego inwestora (21% udziałów). Z tytułu przedłużającego się sporu Eureko domaga się również odszkodowania za odwlekanie zakończenia procesu.

Jedną z konsekwencji sporu było zatrzymywanie w PZU zysków za ubiegłe lata (2006 – 2007). Dzięki temu ubezpieczyciel posiada znaczny zapas kapitałów. Mógłby wypłacić "megadywidendę", która obejmowałaby nie tylko zysk z 2008 roku, ale również lat ubiegłych.

ZWZA PZU zostało zwołane na 30 czerwca, choć pierwotnie plan przewidywał je na 3 czerwca. W ostatniej chwili Skarb Państwa zamieścił w projektach uchwał plany wypłaty dywidendy. Spowodowało to przesunięcie terminu. W ramach projektu uchwał na ZWZA zawarto trzy kluczowe zapisy: (i) po raz pierwszy od trzech lat PZU zamierza wypłacić w formie dywidendy część zysków za 2008 rok, (ii) w projektach jest również zapis umożliwiający wypłatę części zysków z lat ubiegłych (zgodnie z art. 348 par. 1 ksh), (iii) projekt uchwały udzielenia absolutorium dla zarządu i rady nadzorczej za 2006 rok (może to oznaczać zmianę postawy Eureko, który głosował przeciwko uchwałom w 2006 roku). Zgodnie z KSH możliwe jest wypłacenie zysków z lat poprzednich o ile jest to zgodne ze statutem spółki i innymi regulacjami, jednocześnie nie może przekroczyć zysku z ostatnich 3 lat obrotowych. Jest to zgodne z wcześniejszymi decyzjami PZU, które zatrzymało zyski z ostatnich trzech lat (ostatni raz dywidenda została wypłacona w 2005 roku – wypłacono połowę zysków). Na przełomie maja i czerwca prasa spekulowała na temat perspektywy wypłaty megadywidendy z PZU, szacując możliwą dywidendę nawet na 14,5 mld PLN (całość kapitału zakładowego). Naszym zdaniem dywidenda będzie skromniejsza choć ciągle bardzo istotna. W komentarzu do wyników za 2008 rok napisano: „(...) pomimo 10 mld PLN nadwyżki kapitału wskaźnik zwrotu z kapitału (ROE) dla Grupy PZU wynosił 13% (...)”. Jednocześnie łączny skonsolidowany zysk netto Grupy PZU za lata 2006 – 2008 wyniósł 9647,7 mln PLN. Uważamy, że dywidenda może zawierać się w przedziale 9 – 10 mld PLN. Z tytułu dywidendy Skarb Państwa pozyskałby 5,3 mld PLN, Eureko 3,1 mld PLN. Wypłata odbyłaby się bez szkody dla potencjału rozwojowego ubezpieczyciela. Jednocześnie poprawie uległby zwrot na kapitale.

Grupa PZU: podstawowe dane (mln PLN)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1Q09
Zysk netto	1358	2123	3215	3706	3600	2341,7	1172,5
Kapitały własne	6455	8366	10893	13331	16865	19064,6	20093
ROE	23,8%	28,7%	33,4%	30,6%	23,8%	13,0%	14,9%

Źródło: DI BRE Banku, PZU

Wypłata dywidendy mogłaby być potraktowana jako odszkodowanie za koszty poniesione w związku z przygotowaniem się Eureko do przejęcia udziałów PZU. Z tego tytułu Skarb Państwa był gotowy wypłacić odszkodowanie zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli ministerstwa.

Eureko może być bardzo zainteresowane szybkim zakończeniem sporu, który jednocześnie przyniósłby dodatkowe korzyści finansowe. W ubiegłym roku odnotował 2,1 mld EUR straty. Został dokapitalizowany kwotą 1 mld EUR przez akcjonariuszy, Rabobank i Achmea. Holenderski bank zaczął w ostatnim okresie odgrywać znacznie większą rolę w sprawie sporu. W nowej rundzie negocjacji podjętej ponad miesiąc temu po stronie Eureko stanął prezes zarządu Rabobanku. Na rynku polskim Rabobank ma większościowy pakiet akcji BGŻ (ponad 59% akcji), jednak jednocześnie pakiet blokujący cały czas jest w rękach Skarbu Państwa



(ponad 37% akcji). Dla Skarbu Państwa stanowi to perspektywę przyszłych przychodów do budżetu, dla Rabobanku przejęcie praktycznie pełnej kontroli nad BGŻ. Kwestia ta może stanowić dodatkowy argument w dyskusji.

Po wypłacie dywidendy, Eureko mogłoby uzyskać możliwość sprzedaży posiadanego pakietu 32,12% akcji PZU. Naszym zdaniem nabywcą mógłby być PKO BP, a środków na to mogłaby dostarczyć planowana emisja. Nie mamy wyceny PZU na obecną chwilę. Nasze szacunki wartości pakietu Eureko sięgają 5 – 7 mld PLN (175 – 250 PLN/akcję). Biorąc pod uwagę obniżony (poprzez wypłatę dywidendy od 4,8 – 9,65 mld PLN) kapitał, oznaczałoby to wycenę na poziomie 1,45x BV zgromadzony na koniec 1Q09. W wyniku osiągnięcia porozumienia Eureko uzyskałoby łącznie 8 – 10 mld PLN, czyli około 2 mld EUR. Kontrargumentem jest fakt, że w postępowaniu przed Trybunałem Arbitrażowym Eureko domagało się 35,6 mld PLN odszkodowania, czyli czterokrotnie więcej. Dawałoby to jednak z drugiej strony szybki dopływ gotówki zamrożonej do tej pory w problematyczną z punktu widzenia Eureko inwestycję.

Drugim możliwym scenariuszem jest wprowadzenie PZU na giełdę. W taki przypadku PKO BP mógłby pozyskać środki na inne cele akwizycyjne lub zmniejszyć skalę emisji.

Rozwiązanie sporu miałyby pozytywne przełożenie na sytuację PZU. Bezpośrednio po zakończeniu sporu ubezpieczyciel zoptymalizuje poziom swojego kapitału w relacji do prowadzonej skali operacji, poprawi się elastyczność i niezależność podejmowanych decyzji. Nabycie pakietu Eureko przez PKO BP otworzy również drogę dla wzmocnienia PZU na rynku ubezpieczeń finansowych, gdzie ten odstawał w zakresie udziałów rynkowych w relacji do innych obszarów ubezpieczeń. Jako jedną z przyczyn braku wcześniejszej współpracy PKO BP i PZU wymieniano m.in. spór z Eureko. Pozytywnie postrzegalibyśmy zmiany kapitałowe, pozyskanie dostępu do bazy klientów PKO BP.

Skarb Państwa osiągnąłby konsensus w kwestii długoletniego sporu, którego nikt do tej pory nie mógł skutecznie rozwiązać. Dodatkowo stałoby się to bez szkody dla budżetu Państwa. W późniejszej części opracowania wskażemy, że mogłoby to przynieść również pozytywne efekty w kontekście emisji PKO BP.

Pozytywnie oceniamy perspektywę przejęcia udziałów w PZU przez PKO BP. Bank miałby dostęp do bazy klientów PZU. Zyskałby dodatkowy kanał dystrybucji produktów bankowych. Jednocześnie pozyskałby rentowne aktywne. Jednak co najważniejsze, pozyskałby dostęp do środków finansowych PZU, a ten mógłby być źródłem depozytów na akcję kredytową, dywidend z zysków w kolejnych latach (wsparcie kapitałów). Zysk netto PKO BP nie uległby istotnemu rozwodnieniu przy tak dużej emisji. PKO BP po przejęciu 33% akcji PZU, nie konsolidowałby PZU metodą pełną, jednak otwartą kwestią naszym zdaniem pozostaje docelowe zaangażowanie PKO BP w PZU.

Emisja akcji PKO BP

Zarząd banku ogłosił wczoraj, że pozyskanie 5 mld PLN zapewni bufor bezpieczeństwa dla przyszłego rozwoju kredytów. Celem jest osiągnięcie Tier I na poziomie 11%, co przy dodatkowym długu podporządkowanym w PKO BP (1,6 mld PLN na koniec 2008 roku) z emisji z lat poprzednich daje duży bufor bezpieczeństwa i wysoki współczynnik wypłacalności. Pozyskanie takiego kapitału daje olbrzymi potencjał rozwoju aktywów ważonych ryzykiem. Jednak jednocześnie bank wypłaci prawie cały ubiegłoroczny zysk w formie dywidendy (2,88 mld PLN). Efekt netto takiego procesu dałby nieco ponad 2 mld PLN kapitału w PKO BP. Daje to potencjał przynajmniej 25 mld PLN nowych kredytów (przy założeniu wagi ryzyka na poziomie 100%). Wyzwaniem byłoby pozyskanie środków na akcję kredytową, jednak w tym zakresie PKO BP posiada istotny potencjał do wzmocnienia udziałów rynkowych.

Szacunki środków pozyskanych przy emisji wszystkich 650 mln akcji

cena emisyjna	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Łączne wpływy	13,00	13,65	14,30	14,95	15,60	16,25	16,9	17,55	18,2	18,85	19,5

Źródło: DI BRE Banku

Przy cenie emisyjnej na poziomie 20 PLN/akcję PKO BP pozyskałoby 13 mld PLN kapitału. Po odjęciu 5 mld PLN na rozwój współczynnika wypłacalności w samym banku, pozostaje 8 mld PLN na inne inwestycje. Mogłoby okazać się wystarczające na przejęcie pakietu akcji Eureko. Przy takich parametrach emisji z prawem poboru, Skarb Państwa (z zapowiedzi wynika, że pośrednio przez BGK), musiałby wyłożyć 6,66 mld PLN. Jednak 1,48 mld PLN pozyska z dywidendy z PKO BP, a około 5,3 mld PLN z dywidendy z PZU. Łącznie z dywidend z dwóch spółek pozyska prawie 6,8 mld PLN. W ten sposób jest w stanie dokapitalizować BGK, aby ten

miał niezbędne środki na przejęcie. Pomijamy w tej analizie inne możliwości pozyskania środków na emisję.

Przy cenie emisyjnej 25 PLN/akcję PKO BP pozyskałby nawet 16,25 mld PLN. Po uwzględnieniu potrzeb na organiczny wzrost banku (5 mld PLN) zostaje ponad 11 mld PLN na inwestycje. Taka kwota mogłaby starczyć na przejęcie pakietu kontrolnego PZU (część akcji nabyte od Skarbu Państwa). Z perspektywy Skarbu Państwa umożliwiałoby to osiągnięcie dodatkowego przychodu ze zbycia pakietu akcji PZU. Przy takiej emisji Skarb Państwa musiałby objąć akcje o wartości 8,3 mld PLN. Jak pisaliśmy wyżej z dywidend miałby 6,8 mld PLN. Jednak we wcześniejszych doniesieniach prasowych pojawiały się plany dokapitalizowania BGK o kwotę umożliwiającą objęcie emisji (wówczas spekulacje rynkowe mówiły o emisji w skali 4 – 5 mld PLN), co oznaczałoby, że przy dokapitalizowaniu BGK w inny sposób niż ze środków z dywidend z PKO BP i PZU, Skarb Państwa mógłby objąć emisję przy wyższej cenie. Dodatkowo uzyskałby zysk ze sprzedaży dodatkowych udziałów w PZU. Byłby to scenariusz korzystny z punktu widzenia budżetu.

Emisja równie dobrze może odbyć się w dwóch etapach. Najpierw bank pozyskałby środki na rozwój organiczny, w następnej kolejności mógłby pokusić się o kolejną emisję. W realizacji scenariusza opisanego powyżej beneficjentami są wszyscy jej uczestnicy: Euroko (realizuje zysk z inwestycji, co stanowi wsparcie dla jego sytuacji finansowej), Skarb Państwa (olbrzymi medialny sukces rozwiązania długoletniego sporu przy braku zagrożenia dla budżetu państwa, z możliwymi dodatkowymi korzyściami, wzmocnienie kontroli nad PZU), PKO BP (współpraca z ubezpieczycielem, dostęp do bazy klientów, sieci dystrybucji, środków finansowych, wzmocnienie pozycji grupy kapitałowej w skali całej Europy, największa instytucja w regionie), akcjonariuszy mniejszościowych PKO BP (wzmocnienie kapitałowe banku daje potencjał długoterminowego wzrostu i wzmocnienia udziałów rynkowych, inwestycja w aktywo generujące perspektywę dywidend oraz przynoszące stabilny poziom zwrotu na kapitale).

Co by było gdyby emisja poszła tylko na bank?

Obecnie mamy dwa warianty emisji. Proponowane zmiany w statucie mówią o emisji 650 mln akcji, zarząd chce pozyskać 5 mld PLN z emisji. Oba te plany wskazują naszym zdaniem na inną skalę rozwodnienia zysku i potencjalnych kapitałów.

- Bank realizuje emisję wszystkich 650 mln akcji i pozyskuje 5 mld PLN. Oznacza to zaproponowanie obecnym akcjonariuszom bardzo korzystnej ceny (emisja z prawem poboru). Cena emisyjna sięgałaby 7,69 PLN/akcję. Jest to wariant najbardziej negatywny z punktu widzenia akcjonariuszy.
- Bank realizuje cel pozyskania 5 mld PLN środków z emisji, nie emituje wszystkich akcji. Skala rozwodnienia zależy od ceny emisyjnej. Przy obecnej wycenie rynkowej oznacza to emisję około 200 mln akcji. Jeśli bank zdecyduje się na dyskonto (zachęta dla akcjonariuszy) i ustali cenę emisyjną na poziomie 20 PLN/akcję wyemituje 250 mln akcji. Takie wahania w skali rozwodnienia mają ograniczony wpływ na wycenę banku.
- Bank w pierwszej kolejności realizuje emisję 5 mld PLN, następnie przystępuje do procesu kolejnej emisji, gdzie celem jest przejęcie pakietu akcji PZU. Równoważnym z perspektywy akcjonariusza mniejszościowego (różnica to wartość pieniądza w czasie), jest całościowa duża emisja wszystkich akcji. Trudno oceniać zmiany w grupie kapitałowej PKO BP przy realizacji takiego scenariusza.

W najgorszym scenariuszu nastąpi jednak rozwodnienie o 650 mln akcji tytułem pozyskania zaledwie 5 mld PLN. Oznacza to cenę nowej emisji na poziomie niespełna 7,7 PLN/akcję. Przeprowadziliśmy symulację takiego scenariusza w naszych prognozach wyników finansowych. Nie zmienialiśmy żadnych założeń dotyczących potencjalnego biznesu PKO BP, choć jest to założenie pesymistyczne (emisja daje potencjał do rozwoju sumy bilansowej). Uzasadnieniem takiej ceny emisyjnej jest możliwość sprzedaży drogo praw poboru przez Skarb Państwa. Jednak taki ruch oznaczałby utratę większościowego pakietu akcji w PKO BP, chyba że poprzez zmiany w statucie Skarb Państwa zapewniłby sobie gwarancję decydującego głosu. Uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny, podobnie jak tak niską cenę emisyjną walorów PKO BP. Po uwzględnieniu emisji w prognozach oczekujemy spadku długoterminowego ROE do poziomu 14,4% z 15,4% poprzednio. Zakładamy wypłatę 2,88 mld PLN w formie dywidendy z zysków za 2008 rok i zmieniając założenie wypłaty na rok przyszły (40% dywidendy z zysków) wychodzimy na cenę docelową na poziomie 21,6 PLN/akcję. Uważamy jednak taki scenariusz za mało prawdopodobny.



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

Analicycy:

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

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 księgową

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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

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

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy 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 progностycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2008-09-30	2008-10-07	2008-11-13	2009-01-06	2009-01-12	2009-03-05	2009-05-06	2009-05-19
kurs z dnia rekomendacji	41,50	41,02	30,00	36,55	34,33	20,65	28,40	26,97
WIG w dniu rekomendacji	36854,78	34832,29	27590,59	28331,88	27680,04	22719,61	29777,06	29893,31