

17 marca 2010

Aktualizacja raportu


Banki
Polska

| | |
|--------------------------------|------------------|
| Cena bieżąca | 37,09 PLN |
| Cena docelowa | 40,10 PLN |
| Kapitalizacja | 48,8 mld PLN |
| Free float | 23,8 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 168,38 mln PLN |

Struktura akcjonariatu

| | |
|---------------|-------|
| Skarb Państwa | 41,0% |
| BGK | 10,2% |
| Pozostali | 48,8% |

Strategia dotycząca sektora

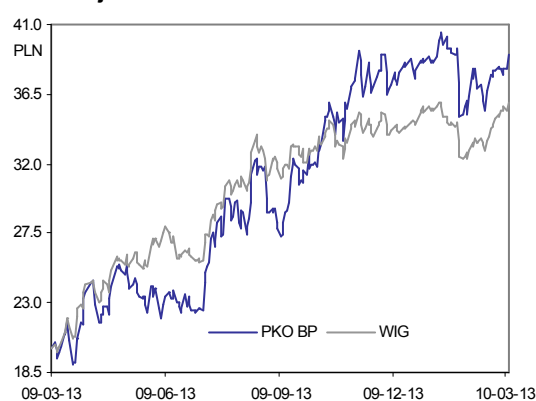
W najbliższych miesiącach preferujemy banki z większą ekspozycją na segment korporacyjny (niższe rezerwy, większy przyrost depozytów) i oferujące atrakcyjne stopy dywidendy. Defensywne nastawienie do sektora wynika z oczekiwania wysokich rezerw w segmencie detalicznym w 1H'10. W drugiej połowie roku rozstrzygnie się, czy ożywienie z jakim mamy obecnie do czynienia, jest trwałe i utrzyma się w kolejnym roku. Potwierdzenie tego byłoby czynnikiem istotnie poprawiającym perspektywy zysków polskich banków.

Profil spółki

PKO BP jest największym bankiem w Polsce pod względem aktywów (156 mld PLN na koniec 2009), kredytów netto (116,6 mld PLN) i depozytów (125 mld PLN). Większa część portfela kredytów oraz depozytów zbudowana jest na ekspozycji na segment detaliczny. W ostatnim roku bank zwiększał jednak udziały w segmencie korporacyjnym. Po emisji przeprowadzonej w ostatnim kwartale ub.r. poziom kapitałów własnych sięgał 20,4 mld PLN. Dawało to bankowi współczynnik wypłacalności na poziomie 14,66%.

Ważne daty

17.05 — raport za 1Q10

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

Trzymaj

(Podtrzymana)

Po wynikach 4Q 2009

Obok zgodnych z oczekiwaniami wyników za 4Q09 (516 mln PLN vs. prognoza DI BRE Banku 525 mln PLN), w ostatnich tygodniach bank opublikował strategię na lata 2010-2012. Jej główne konkluzje to: (i) dwucyfrowy wzrost wolumenów (CAGR'12/09 dla aktywów 9%, dla kredytów 11%, dla depozytów 9%), (ii) zysk netto powyżej 4 mld PLN i przychody powyżej 11 mld PLN, (iii) ROE powyżej 16% i C/I poniżej 45%. Uważamy te cele za „plan minimum”. W zakresie wolumenów pozostajemy nieznacznie poniżej planów zarządu, jednak oczekujemy prawie 4,9 mld PLN skonsolidowanego zysku netto w 2012 roku, przy ROE na poziomie 18,4%. Konsensus rynkowy dla zysku na 2012 rok sięga 4,6 mld PLN. Prognozy przekraczają zatem istotnie (o 15%) minimalny poziom zysku przewidzianego w strategii. Uważamy, że obecnie trudno będzie o pozytywne niespodzianki w banku. Wyznaczamy cenę docelową na poziomie 40,1 PLN/akcję (poprzednio 39,6 PLN/akcję) i podtrzymujemy rekomendację trzymaj. Pozytywny wpływ na wycenę PKO BP miał spadek stopy wolnej od ryzyka (z 6,12% do 5,71%) w ostatnich miesiącach. Jednak negatywnie na wycenę wpływa niższa dywidenda. Do weryfikacji jej poziomu skłoniły nas ostatnie wypowiedzi zarządu. Poziom dywidendy z zysku za ub.r. nie będzie pewny do głosowania na WZA. Akcjonariusze mogą mieć apetyt na wyższą wypłatę.

Dywidenda

Zarząd podtrzymuje politykę wypłaty 40% zysków netto w formie dywidendy w długi terminie. Nasza poprzednia prognoza zakładała wysoką dywidendę z zysków za 2009 rok (stopa wypłaty 90%), co uzasadnialiśmy przesunięciem w czasie dywidendy zaliczkowej, jaką miał wypłacić bank w ub.r. po zakończeniu emisji. Obniżamy nasze założenia w tym zakresie. Zakładamy, że bank wypłaci 1 PLN/akcję (stopa wypłaty 54%). Obniżamy również założenie dla wypłaty w kolejnych latach do 50% z 65% poprzednio. W dalszym ciągu jest to wyższa stopa wypłaty z zysków w relacji do deklarowanej polityki dywidendy. Uważamy, że przy solidnych zyskach netto jakie bank będzie generował w najbliższych latach (i do których zobowiązał się zarząd), zakładane w strategii przyrosty wolumenów mogą być sfinansowane przy utrzymaniu wyższych dywidend.

Wysokie oczekiwania na 2010 rok

Prognozujemy 3,1 mld PLN zysku netto w 2010 roku (wzrost o 34% R/R). Źródłem poprawy będzie przede wszystkim wzrost wyniku odsetkowego dzięki utrzymaniu znacznie wyższej w relacji do 1H'09 marży odsetkowej netto w 4Q09, przy wzroście aktywów o ponad 12%. Prezes w wywiadach prasowych utrzymał ostrożne podejście do perspektyw banku, mówiąc, że wzrost wyniku o 10% jest raczej niezagrożony. Jednak nawet przy naszych optymistycznych prognozach zysku na ten rok, P/E'10 sięga 15,8 vs. mediana dla pozostałych banków na poziomie 14,9.

| (w mln PLN) | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy | 6 127 | 5 051 | 6 224 | 6 824 | 7 519 |
| Marża odsetkowa | 5,0% | 3,5% | 3,8% | 3,7% | 3,8% |
| WNDB | 9 097 | 8 607 | 9 637 | 10 447 | 11 370 |
| Zysk operacyjny* | 5 092 | 4 624 | 5 462 | 6 168 | 6 936 |
| Zysk brutto | 3 977 | 2 943 | 3 925 | 5 462 | 6 162 |
| Zysk netto | 3 121 | 2 306 | 3 101 | 4 315 | 4 868 |
| ROE | 24,1% | 13,4% | 14,5% | 18,2% | 18,4% |
| P/E | 12,5 | 21,2 | 15,8 | 11,3 | 10,0 |
| P/BV | 2,8 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 1,8 |
| D/PS** | 1,00 | 1,00 | 1,24 | 1,73 | 1,95 |
| Stopa dywidendy | 2,6% | 2,6% | 3,2% | 4,4% | 5,0% |

* przed kosztami rezerw ** dywidenda z zysków za dany rok, wypłacana w roku kolejnym

Strategia 2010 - 2012

Opublikowaną niedawno strategię traktujemy jako „plan minimum” dla PKO BP w nadchodzących latach. Nasza prognoza zakłada, że grupa kapitałowa PKO BP zrealizuje prawie 4,9 mld zysku netto, przy ROE na poziomie 18,4%. W relacji do naszej prognozy z 19 stycznia 2010, podnieśliśmy prognozę zysku netto o 1%, a założenia co do ROE spadły z poziomu 19,7%. Niższe ROE wynika wyłącznie z obniżenia poziomu dywidend, jakie naszym zdaniem PKO BP będzie wypłacało w ciągu najbliższych trzech lat (z zysków za lata 2009 – 2011).

O ile w zakresie wolumenów jest ona dość ambitna, to w przypadku wskaźników rentowności i efektywności działania, mamy bardziej optymistyczne prognozy. Nasze prognozy zakładają CAGR'12/09 dla sektora w zakresie kredytów i depozytów na poziomie 8 – 9%, to nasze założenia dla PKO BP sięgają 8% w przypadku depozytów i 10% w przypadku kredytów. Zakładamy, że bank zwiększy udziały w rynku kredytów. Jednocześnie nasze oczekiwania w zakresie rentowności aktywów są wyższe niż przewiduje strategia (ROE powyżej 16%, ROA powyżej 2%). Zakładamy, że rentowności pozyskanych aktywów będzie wyższa niż oczekiwania zarządu. Biorąc pod uwagę, fakt, że oczekujemy przychodów bankowych na poziomie 11,6 mld PLN (vs. oczekiwania w strategii powyżej 11 mld PLN), zarząd w swoich planach mógł bardziej konserwatywnie odnosić się bądź do kosztów działania (C/I poniżej 45% vs. nasza prognoza 40%) bądź do kosztów ryzyka kredytowego.

Podtrzymujemy jednak nasz scenariusz dla wzrostu wydatków w PKO BP. Uważamy, że istnieje potencjał do dalszego ograniczania liczby pracowników w banku (zakładamy zwolnienie łącznie 3 tys. osób do 2012 roku – nieco wolniej niż dotychczasowy plan zakładający zwolnienia 1,5 tys. osób rocznie).

Podsumowując: (i) nawet jeśli bank będzie wykazywał się dużą aktywnością w zakresie pozyskiwania nowych wolumenów w kolejnych kwartałach, ostrożnie podchodzić będziemy do oceny perspektywy zysków, (ii) strategia wskazuje na możliwość szybszego wzrostu wydatków niż zakłada nasza prognoza, (iii) poziom kapitałów własnych jaki przedstawił zarząd wskazuje na potencjał wyższych wypłat dywidend, bądź niższych zysków w latach 2010 – 2011 w relacji do naszej prognozy.

Zestawienie celów strategicznych PKO BP z prognozą DI BRE Banku

| (mld PLN) | | cel 2012 | 2009 | CAGR'12/09 | 2012P | CAGR'12/09P | 2012P vs. 2012 cel |
|------------------------|---|----------|-------|------------|-------|-------------|--------------------|
| Aktywa | > | 200 | 156,5 | 8,5% | 205,4 | 9,5% | 2,7% |
| Kredyty netto | > | 160 | 116,6 | 11,1% | 155,8 | 10,2% | -2,6% |
| Depozyty | > | 160 | 125,1 | 8,6% | 158,5 | 8,2% | -0,9% |
| Kapitały własne | > | 25 | 20,4 | 7,0% | 27,8 | 10,8% | 11,0% |
| Przychody | > | 11 | 9 | 7,4% | 11,6 | 9,5% | 5,7% |
| Zysk netto | > | 4 | 2,3 | 20,2% | 4,9 | 28,3% | 21,7% |
| ROE | > | 16% | | | | 18,4% | |
| ROA | > | 2% | | | | 2,5% | |
| C/I | < | 45% | | | | 40,4% | |
| kapitały własne/aktywa | > | 12,5% | | | | 13,5% | |

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

Wyniki 4Q09

Wynik netto na poziomie 516 mln PLN był zgodny z naszą prognozą i o ponad 7% poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 557 mln PLN. Poziom WNDB o 39 mln PLN przekroczył naszą prognozę, co było zasługą wyższego wyniku handlowego, dokładnie o 40 mln PLN. Wynik odsetkowy był o 10 mln PLN wyższy od prognozy, jednocześnie wynik prowizyjny był o 10 mln PLN niższy niż nasze oczekiwania. Bank zrealizował również niższy poziom wydatków (o 39 mln PLN), co przełożyło się na wynik operacyjny przed rezerwami o 50 mln PLN wyższy od naszej prognozy. Bank odpisał aż 553 mln PLN w poczet rezerw (nasza prognoza 485 mln PLN). Koszty ryzyka w relacji do portfela kredytów netto wyniosły 1,9%, vs. nasza prognoza 1,75%. Współczynnik wypłacalności wyniósł 14,66% (uwzględnia już wpływy z emisji).

Zestawienie wyników kwartalnych z prognozami

| (mln PLN) | 4Q09P | różnica | 4Q09 | zmiana | 4Q08 | 2009P | różnica | 2009 | zmiana | 2008 |
|-------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Wynik odsetkowy | 1 408 | 0,7% | 1 417 | -12,6% | 1 621 | 5 042 | 0,2% | 5 051 | -17,6% | 6 127 |
| Wynik prowizyjny | 720 | -1,4% | 710 | 10,0% | 645 | 2 593 | -0,4% | 2 583 | 7,1% | 2 412 |
| NIM | 3,8% | - | 3,7% | - | 5,1% | 3,5% | - | 3,5% | - | 5,0% |
| WNDB | 2 247 | 1,7% | 2 287 | -2,6% | 2 348 | 8 568 | 0,5% | 8 607 | -5,4% | 9 097 |
| Koszty działania | -1 179 | -3,3% | -1 140 | -8,1% | -1 240 | -4 283 | -0,9% | -4 244 | -1,2% | -4 296 |
| Wynik operacyjny* | 1 138 | 4,4% | 1 187 | -2,3% | 1 215 | 4 574 | 1,1% | 4 624 | -9,2% | 5 092 |
| Saldo rezerw | -485 | 14,0% | -553 | -21,3% | -702 | -1 613 | 4,2% | -1 681 | 48,7% | -1 130 |
| Zysk brutto | 651 | -2,7% | 633 | 24,5% | 509 | 2 961 | -0,6% | 2 943 | -26,0% | 3 977 |
| Zysk netto | 525 | -1,6% | 516 | 40,4% | 368 | 2 314 | -0,4% | 2 306 | -26,1% | 3 121 |

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

* przed kosztami rezerw

Wynik odsetkowy

Wynik odsetkowy był zgodny z naszymi oczekiwaniami (różnica poniżej 1%). Bank utrzymał znacznie wyższą marżę odsetkową netto z 3Q09 (marża odsetkowa na aktywach ogółem w 3Q09 i 4Q09 na poziomie 3,7%). Wzrost wyniku wynikał przede wszystkim ze wzrostu wolumenów. Bank spodziewa się stabilizacji marży odsetkowej netto w kolejnych kwartałach na poziomach 3,9 – 4,1%. Odnosi się przy tym do marży na aktywach odsetkowych. Nasza prognoza zakłada 3,8% marży odsetkowej na aktywach ogółem oraz 4% na aktywach odsetkowych. Prognozujemy poprawę wyniku odsetkowego o 23% w 2010 roku. Wzrost będzie wynikał ze wzrostu wolumenów (zakładamy wzrost aktywów o około 12%) oraz bazę obniżoną przez niższą marżę odsetkową realizowaną w 1H'09.

Wynik prowizyjny

Wynik prowizyjny sięgnął 710 mln PLN i był o 10 mln PLN niższy niż nasza prognoza. Bank utrzymał jednocześnie pozytywne momentum w zakresie poprawy tej linii, zapoczątkowane w 2Q09. Uważamy, że wynik prowizyjny utrzyma trend wzrostowy w kolejnych kwartałach. Wprowadzone w ubiegłym roku podwyżki w zakresie bankowości transakcyjnej (obsługa klientów), będą miały wpływ na całoroczny wynik banku. Spodziewamy się również utrzymania aktywności w zakresie udzielania kredytów (choć tutaj coraz bardziej widoczna będzie presja ze strony rosnącej konkurencji). Mocno poprawić się powinny przychody z tytułu zarządzania aktywami (PKO TFI), nie tylko w wyniku wzrostu średniego poziomu aktywów, ale również na skutek transakcji kupna pozostałych 25% udziałów w PKO TFI (obecnie PKO BP ma 100% udziałów).

Koszty działania

Koszty działania okazały się o 40 mln PLN niższe niż nasza prognoza. Wynikało to w równym stopniu z nieco niższych niż zakładane wydatków osobowych, jak i rzeczowych. Skala sezonowego wzrostu wydatków, okazała się niższa niż nasze oczekiwania. Uważamy, że bank jest w stanie utrzymać umiarkowany wzrost wydatków i finansować wzrost wolumenów z istniejącej bazy. Ciągłe ma największą sieć placówek na rynku i potencjał do ograniczania liczby zatrudnienia. Oczekujemy poprawy wskaźnika C/I w 2010 roku do poziomu 45% (48% w 2009 roku).

Koszty ryzyka kredytowego

Saldo rezerw było istotnie powyżej naszej prognozy (553 mln PLN vs. prognoza 485 mln PLN). W skali całego roku bank odpisał 1,58 mld PLN na ekspozycje kredytowe (94% rocznego salda rezerw na poziomie 1,68 mld PLN). W ramach skonsolidowanego salda rezerw 277 mln PLN przypadło na Kredobank na Ukrainie. 52% rezerw na ekspozycje kredytowe przypadło na kredyty konsumpcyjne, 16% na kredyty hipoteczne, 31% na kredyty gospodarcze. Uważamy, że w 2010 roku całkowite saldo rezerw spadnie do poziomu 1,54 mld PLN. Oczekujemy



niższych rezerw w ukraińskim banku, co będzie miało przede wszystkim przełożenie na niższe rezerwy w segmencie korporacyjnym. Uważamy również, że zgodnie z trendami obserwowanymi w całym sektorze zmniejszą się odpisy na kredyty korporacyjne w Polsce. Kredyty konsumpcyjne pozostaną problemem w banku, przynajmniej do połowy 2010 roku. W skali całego roku mogą one okazać się niższe niż w 2009 roku, jednak oczekujemy wzrostu odpisów w segmencie kredytów mieszkaniowych.

Zestawienie wyników kwartalnych

| (mln PLN) | 1Q08 | 2Q08 | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | Q/Q | R/R |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| Kredyty netto | 81 171 | 85 625 | 91 273 | 101 108 | 106 540 | 107 799 | 111 817 | 116 573 | 4,3% | 15,3% |
| Depozyty | 90 692 | 92 611 | 95 225 | 102 939 | 110 372 | 114 116 | 117 888 | 125 073 | 6,1% | 21,5% |
| Suma bilansowa | 113 805 | 117 788 | 122 103 | 134 636 | 139 388 | 142 259 | 146 579 | 156 479 | 6,8% | 16,2% |
| Wynik odsetkowy netto | 1 427 | 1 487 | 1 592 | 1 621 | 1 193 | 1 108 | 1 332 | 1 417 | 6,4% | -12,6% |
| Wynik prowizyjny netto | 591 | 581 | 594 | 645 | 550 | 622 | 701 | 710 | 1,2% | 10,0% |
| Wynik z pozycji wymiany | 80 | 238 | 159 | 81 | 356 | 349 | 108 | 160 | 47,7% | 96,9% |
| Wynik na działalności bankowej | 2 098 | 2 306 | 2 345 | 2 348 | 2 099 | 2 080 | 2 142 | 2 287 | 6,8% | -2,6% |
| Pozostałe przychody operacyjne netto | 64 | 53 | 68 | 107 | 46 | 110 | 64 | 40 | -36,8% | -62,1% |
| Przychody bankowe | 2 162 | 2 359 | 2 413 | 2 455 | 2 145 | 2 190 | 2 206 | 2 327 | 5,5% | -5,2% |
| Koszty działania i amortyzacja | -948 | -1 062 | -1 047 | -1 240 | -1 082 | -994 | -1 029 | -1 140 | 10,8% | -8,1% |
| Wynik operacyjny przed rezerwami | 1 214 | 1 297 | 1 366 | 1 215 | 1 063 | 1 196 | 1 177 | 1 187 | 0,9% | -2,3% |
| Saldo rezerw | -27 | -150 | -251 | -702 | -374 | -390 | -364 | -553 | 51,8% | -21,3% |
| Udział w wyniku jedn. stow. | 3 | 13 | 2 | -4 | 5 | -6 | 2 | -1 | - | - |
| Zysk brutto | 1 190 | 1 161 | 1 117 | 509 | 695 | 800 | 814 | 633 | -22,2% | 24,5% |
| Podatek dochodowy | -230 | -258 | -208 | -142 | -152 | -183 | -172 | -124 | -28,1% | -13,0% |
| Wynik udziałowców mniejszościowych | -9 | -6 | -5 | 1 | -2 | -7 | -4 | 7 | - | - |
| Zysk netto | 952 | 897 | 904 | 368 | 541 | 610 | 639 | 516 | -19,1% | 40,4% |

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

Wycena

Nie zmieniliśmy metody wyceny w relacji do poprzedniego raportu analitycznego na temat PKO BP (19 stycznia 2010). Cenę docelową dla banków opieramy o dwie metody wyceny: zdyskontowany model dywidend (metoda dochodowa) oraz wycenę porównawczą. Do wyceny dochodowej przypisujemy wagę 80%, do metody porównawczej 20%. Uważamy, że wskaźniki niektórych banków nie odzwierciedlają ich potencjału do generowania wyników w średnim terminie, gdyż zyski obciążone są dużymi odpisami. Dodatkowo odpisy te mogą nierównomiernie rozłożyć się w trakcie całego cyklu tworzenia rezerw (np. Kredyt Bank utworzył dodatkowy odpis w 2009 roku, jednocześnie będzie miał dodatkowy zysk ze sprzedaży Żagla).

Wycena dochodowa

Przy wycenie zastosowaliśmy model Gordona, oparty na wzorze: $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, którego użyliśmy do wyliczenia implikowanych wskaźników cena do wartości księgowej. Wartość wskaźnika P/BV zależy od zakładanego przez nas ROE (stopa zwrotu z kapitałów), kosztu kapitału (COE), będącego sumą stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko, związanej z inwestycją w walory banku oraz długoterminowej stopy wzrostu (g). Nie zmieniliśmy naszej metodologii wyceny dochodowej w relacji do poprzedniego raportu. Jako długoterminowe ROE bierzemy prognozę z 2018 roku. Stopa wypłaty z zysków netto w ostatnich dwóch latach prognozy odzwierciedla potencjał do wypłaty dywidendy wynikający z generowanej rentowności. Poziom zatrzymania kapitału niezbędny do utrzymania długoterminowej stopy wzrostu g wyznaczamy ze wzoru: stopa wypłaty = $1 - g/ROE$.

Dywidendy

Obniżyliśmy założenia w zakresie poziomu dywidendy (obniżona stopa wypłaty). W poprzednim raporcie zakładaliśmy, że poziom wypłaty z zysku za 2009 rok sięgnie 90%. W latach 2010 – 2016 zakładaliśmy wypłatę na poziomie 65% osiągniętych zysków. W latach 2017 – 2018 zakładaliśmy stopę wypłaty na poziomie ok. 77% (wynikało to ze wzoru: stopa wypłaty = $1 - g/ROE$).

Zarząd podtrzymuje politykę wypłaty 40% zysków netto w formie dywidendy w długi terminie. Nasza poprzednia prognoza zakładała wysoką dywidendę z zysków za 2009 rok (stopa wypłaty 90%). Uzasadnialiśmy przesunięciem w czasie dywidendy zaliczkowej, jaką miał wypłacić bank w ub.r. po zakończeniu emisji. Obniżamy nasze założenia w tym zakresie. Zakładamy, że bank wypłaci 1 PLN/akcję w formie dywidendy z zysków za 2009 rok (stopa wypłaty 54%). Obniżamy również założenie dla wypłaty w kolejnych latach do 50% z 65% poprzednio.

Koszt kapitału własnego

Poziom stopy wolnej od ryzyka wyznacza rentowność obligacji dziesięcioletnich z dnia, na który sporządzana jest wycena. Pozostawiamy również premię za ryzyko na poziomie 5% oraz zakładamy „beta” na poziomie 1. Nie zmieniamy tych założeń w relacji do poprzedniego raportu analitycznego.

Poziom rentowności obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie 15 marca 2010 na poziomie 5,714%. Ustalamy koszt kapitałów własnych na poziomie 10,71%. W poprzednim raporcie analitycznym na temat PKO BP stopa wolna od ryzyka wynosiła 6,12%. Przesunęliśmy miesiąc, na który wyznaczamy wartość godziwą na koniec marca, z końca grudnia 2009. Zmiana obu tych parametrów ma pozytywny wpływ na wycenę.

**Podsumowanie wyceny metodą dochodową**

| (PLN/akcję) | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2017P | + |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% | 5,71% |
| Premia za ryzyko | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| Beta | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Koszt kapitału | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% | 10,71% |
| EPS | 1,8 | 2,5 | 3,5 | 3,9 | 4,3 | 4,6 | 4,8 | 5,0 | 5,3 | 5,4 | |
| EPS zmiana R/R (%) | -40,9% | 34,5% | 39,2% | 12,8% | 10,1% | 6,9% | 5,1% | 4,9% | 4,3% | 3,5% | |
| BVPS | 16,3 | 17,8 | 20,0 | 22,2 | 24,5 | 27,0 | 29,5 | 32,1 | 34,9 | 36,4 | |
| BVPS zmiana R/R (%) | 17,1% | 9,1% | 12,4% | 10,8% | 10,5% | 9,9% | 9,4% | 9,0% | 8,5% | 4,4% | |
| ROE | 13,4% | 14,5% | 18,2% | 18,4% | 18,3% | 17,8% | 17,0% | 16,4% | 15,7% | 15,3% | |
| Długoterminowe ROE | | | | | | | | | | | 15,3% |
| Stopa wzrostu | | | | | | | | | | | 4,0% |
| Implikowany P/BV | | | | | | | | | | | 1,68 |
| Wartość kapitału na koniec 2018 | | | | | | | | | | | 61,2 |
| Wartość kapitału na koniec 2017 | | | | | | | | | | | 55,3 |
| Wartość kapitału na koniec 2016 | | | | | | | | | | | 49,9 |
| Wartość kapitału na koniec 2015 | | | | | | | | | | | 45,1 |
| Wartość kapitału na koniec 2014 | | | | | | | | | | | 40,7 |
| Wartość kapitału na koniec 2013 | | | | | | | | | | | 36,8 |
| Wartość kapitału na koniec 2012 | | | | | | | | | | | 33,2 |
| Wartość kapitału na koniec 2011 | | | | | | | | | | | 30,0 |
| Wartość kapitału na koniec 2010 | | | | | | | | | | | 27,1 |
| Wartość kapitału na koniec 2009 | | | | | | | | | | | 24,5 |
| DPS | 1,00 | 1,24 | 1,73 | 1,95 | 2,14 | 2,29 | 2,41 | 2,52 | 3,93 | 4,02 | |
| DPS/EPS | 54,2% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 74,5% | 73,8% | |
| Zdyskontowane DPS | 0,93 | 1,04 | 1,30 | 1,33 | 1,32 | 1,28 | 1,21 | 1,15 | 1,61 | 1,52 | |
| Zdyskontowane DPS razem | | | | | | | | | | | 12,68 |
| WG na koniec marca 2010 | | | | | | | | | | | 38,1 |
| 9MTP | | | | | | | | | | | 41,1 |
| obecna cena | | | | | | | | | | | 39,07 |
| potencjał zmiany | | | | | | | | | | | 5,3% |

Źródło: DI BRE Banku

* stopa wolna od ryzyka – rentowność obligacji 10 – io letnich z dnia 15 marca 2010

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą oparliśmy na średniej ważonej z trzech wskaźników: P/BV'10 (waga 50%), P/E'10 (waga 25%) oraz P/E'11 (waga 25%). Udział wyceny porównawczej w cenie docelowej ustaliliśmy na 20%. Wraz ze stabilizacją wyników banków w dłuższym terminie liczymy się z możliwością podniesienia udziału wyceny porównawczej w cenie docelowej. Nie zmieniamy tej zasady w relacji do poprzedniej wyceny BZ WBK. Podnosimy wycenę porównawczą o 6% w relacji do poprzedniego raportu. Mimo braku istotnej zmiany poziomu mediany wskaźników dla pozostałych banków, prognoza wyższego zysku netto w 2010 roku w relacji do poprzedniego raportu ma pozytywny wpływ na wycenę.

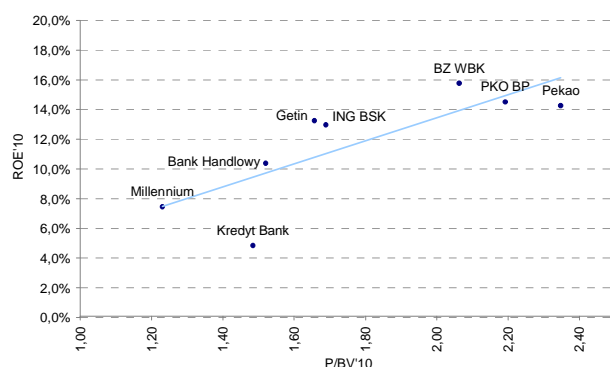
Zestawienie wskaźników (16 marca 2010)

| | P/BV | | | P/O | | | P/E | | |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2009 | 2010P | 2011P | 2009 | 2010P | 2011P | 2009 | 2010P | 2011P |
| BZ WBK | 2,3 | 2,1 | 1,8 | 8,3 | 7,6 | 7,1 | 15,5 | 13,8 | 10,8 |
| Bank Handlowy | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 8,0 | 8,4 | 8,0 | 16,9 | 14,9 | 10,7 |
| ING BSK | 1,9 | 1,7 | 1,4 | 9,5 | 8,4 | 7,5 | 15,8 | 13,9 | 10,2 |
| Kredyt Bank | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 4,8 | 6,2 | 5,8 | 116,7 | 31,3 | 9,1 |
| Millennium | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 8,1 | 7,5 | 6,3 | N.A. | 19,5 | 10,3 |
| Pekao | 2,4 | 2,3 | 2,2 | 12,9 | 11,7 | 10,5 | 18,5 | 16,8 | 14,1 |
| Getin | 1,9 | 1,7 | 1,4 | 6,0 | 5,9 | 5,4 | 26,2 | 13,3 | 10,7 |
| średnia | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 8,2 | 8,0 | 7,2 | 35,0 | 17,6 | 10,8 |
| premia/dyskonto do średniej | 29,4% | 28,0% | 27,3% | 15,6% | 12,4% | 9,8% | -39,4% | -10,7% | 4,4% |
| mediana | 1,9 | 1,7 | 1,4 | 8,1 | 7,6 | 7,1 | 17,7 | 14,9 | 10,7 |
| premia/dyskonto do mediany | 26,5% | 32,3% | 35,9% | 17,6% | 18,2% | 11,2% | 19,5% | 6,0% | 5,8% |
| wskaźniki PKO BP | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 9,5 | 8,9 | 7,9 | 21,2 | 15,8 | 11,3 |
| OperacyjnyPS | | | | 4,1 | 4,4 | 4,9 | | | |
| BVPS | 16,3 | 17,8 | 20,0 | | | | | | |
| EPS | | | | | | | 1,84 | 2,48 | 3,45 |
| wagi | | 50% | | | | | | 25% | 25% |
| wycena według średniej | 30,2 | 30,5 | 30,7 | 33,8 | 34,8 | 35,6 | 64,5 | 43,8 | 37,4 |
| wycena według mediany | 30,9 | 29,5 | 28,7 | 33,2 | 33,1 | 35,2 | 32,7 | 36,9 | 36,9 |

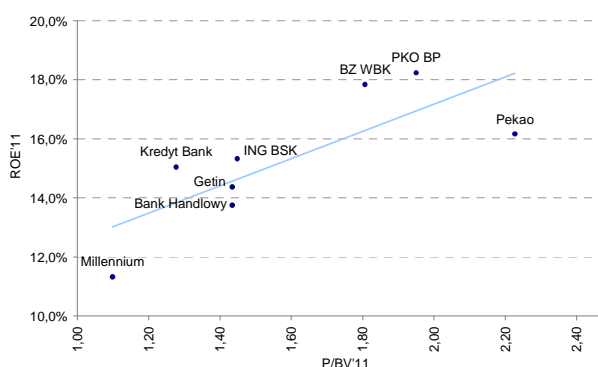
Źródło: DI BRE Banku

* O – wynik operacyjny przed rezerwami

ROE'10 vs. P/BV'10



ROE'11 vs. P/BV'11



Źródło: DI BRE Banku

Podsumowanie wyceny

Cenę docelową dla banków opieramy o dwie metody wyceny: zdyskontowany model dywidend (metoda dochodowa) oraz wycenę porównawczą. Do wyceny dochodowej przypisujemy wagę 80%, do metody porównawczej 20%. Poniżej przedstawiamy podsumowanie wyceny.

Podsumowanie wyceny

| | Cena | Waga |
|------------------------|-------------|-------|
| WG z metody dochodowej | 38,1 | 80,0% |
| Wycena porównawcza | 33,2 | 20,0% |
| Średnia ważona | 37,1 | |
| 9MTP | 40,1 | |

Źródło: DI BRE Banku

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT PKO BP

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody odsetkowe netto | 4 647 | 6 127 | 5 051 | 6 224 | 6 824 | 7 519 |
| Przychody pozaodsetkowe | 2 798 | 2 969 | 3 556 | 3 412 | 3 623 | 3 851 |
| Wynik z prowizji | 2 332 | 2 412 | 2 583 | 2 915 | 3 111 | 3 325 |
| Wynik handlowy | 466 | 558 | 973 | 498 | 512 | 526 |
| Wynik na działalności bankowej | 7 445 | 9 097 | 8 607 | 9 637 | 10 447 | 11 370 |
| Inne przychody operacyjne netto | 258 | 292 | 261 | 261 | 261 | 261 |
| Przychody bankowe ogółem | 7 702 | 9 388 | 8 868 | 9 898 | 10 708 | 11 631 |
| Koszty nieodsetkowe | -4 041 | -4 296 | -4 244 | -4 436 | -4 540 | -4 694 |
| Koszty osobowe | -2 289 | -2 429 | -2 308 | -2 411 | -2 452 | -2 543 |
| Amortyzacja | -382 | -430 | -469 | -499 | -501 | -501 |
| Inne koszty | -1 370 | -1 437 | -1 467 | -1 526 | -1 587 | -1 650 |
| Wynik operacyjny przed kosztami rezerw | 3 662 | 5 092 | 4 624 | 5 462 | 6 168 | 6 936 |
| Saldo rezerw | -57 | -1 130 | -1 681 | -1 538 | -707 | -775 |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych | 4 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk brutto | 3 609 | 3 977 | 2 943 | 3 925 | 5 462 | 6 162 |
| Podatek dochodowy | -668 | -838 | -631 | -824 | -1 147 | -1 294 |
| Zyski należne udziałowcom mniejszościowym | -38 | -19 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk netto | 2 904 | 3 121 | 2 306 | 3 101 | 4 315 | 4 868 |
| Dywidendy wypłacone | 1 090 | 1 000 | 1 250 | 1 550 | 2 157 | 2 434 |

WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|--|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem) | 4,4% | 5,0% | 3,5% | 3,8% | 3,7% | 3,8% |
| Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące) | 4,7% | 5,4% | 3,7% | 4,0% | 3,9% | 4,0% |
| Spread odsetkowy | 4,5% | 5,1% | 3,4% | 3,6% | 3,5% | 3,6% |
| Koszty / Przychody | 52,5% | 45,8% | 47,9% | 44,8% | 42,4% | 40,4% |
| Koszty / Aktywa | 3,8% | 3,2% | 2,7% | 2,5% | 2,4% | 2,3% |
| Koszty osobowe / Przychody | 29,7% | 25,9% | 26,0% | 24,4% | 22,9% | 21,9% |
| Saldo rezerw / Zysk operacyjny | -1,5% | -22,2% | -36,4% | -28,2% | -11,5% | -11,2% |
| Saldo rezerw / Kredyty ogółem | -0,1% | -1,3% | -1,5% | -1,2% | -0,5% | -0,5% |
| Przychody pozaodsetkowe / Przychody ogółem | 39,7% | 34,7% | 43,0% | 37,1% | 36,3% | 35,4% |
| Zysk operacyjny / Aktywa | 3,5% | 4,2% | 3,2% | 3,3% | 3,4% | 3,5% |
| ROE | 26,4% | 24,1% | 13,4% | 14,5% | 18,2% | 18,4% |
| ROA | 2,8% | 2,6% | 1,6% | 1,9% | 2,4% | 2,5% |

ROCZNA STOPA WZROSTU

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|---------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Zysk netto | 35,1% | 7,5% | -26,1% | 34,5% | 39,2% | 12,8% |
| Zysk operacyjny przed kosztami rezerw | 35,3% | 39,1% | -9,2% | 18,1% | 12,9% | 12,5% |
| Przychody bankowe ogółem | 18,2% | 21,9% | -5,5% | 11,6% | 8,2% | 8,6% |
| Przychody odsetkowe netto | 21,3% | 31,9% | -17,6% | 23,2% | 9,6% | 10,2% |
| Przychody nieodsetkowe netto | 13,8% | 6,7% | 17,0% | -3,8% | 5,7% | 5,9% |
| Koszty nieodsetkowe | 6,0% | 6,3% | -1,2% | 4,5% | 2,3% | 3,4% |

**BILANS**

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kasa i operacje z bankiem centralnym | 4 683 | 5 837 | 7 094 | 8 114 | 8 473 | 7 958 |
| Należności od sektora finansowego | 5 261 | 3 364 | 2 023 | 9 015 | 9 415 | 8 842 |
| Dłużne papiery wartościowe | 15 202 | 14 572 | 22 420 | 19 545 | 21 128 | 23 374 |
| Kredyty i pożyczki | 76 417 | 101 108 | 116 573 | 130 301 | 140 853 | 155 829 |
| Akcje, udziały i inne inwestycje | 1 767 | 3 940 | 2 366 | 2 644 | 2 859 | 3 163 |
| Aktywa trwałe | 4 004 | 4 317 | 4 350 | 4 537 | 4 552 | 4 552 |
| Inne aktywa | 1 204 | 1 499 | 1 653 | 1 324 | 1 512 | 1 659 |
| Razem aktywa | 108 538 | 134 636 | 156 479 | 175 480 | 188 793 | 205 377 |
| Zobowiązania wobec sektora finansowego | 4 704 | 6 991 | 5 153 | 5 607 | 6 005 | 6 529 |
| Depozyty | 86 580 | 102 939 | 125 073 | 136 104 | 145 770 | 158 483 |
| Wyemitowane papiery wartościowe | 179 | 212 | 289 | 3 064 | 3 064 | 3 064 |
| Otrzymane pożyczki podporządkowane | 1 615 | 1 619 | 1 612 | 1 612 | 1 612 | 1 612 |
| Inne zobowiązania | 3 481 | 8 877 | 3 916 | 6 805 | 7 288 | 7 924 |
| Kapitały własne | 11 921 | 13 952 | 20 429 | 22 279 | 25 044 | 27 754 |
| Kapitał zakładowy | 1 000 | 1 000 | 1 000 | 1 000 | 1 000 | 1 000 |
| Razem pasywa | 108 538 | 134 636 | 156 479 | 175 480 | 188 793 | 205 377 |

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem | 3,6% | 4,2% | 7,6% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |
| Kredyty nieregularne / Aktywa | 2,6% | 3,1% | 5,8% | 6,2% | 6,2% | 6,3% |
| Rezerwy / Kredyty nieregularne | 86,2% | 69,3% | 43,2% | 50,4% | 52,6% | 53,5% |
| Rezerwy / Kredyty ogółem | 3,1% | 2,9% | 3,3% | 4,0% | 4,2% | 4,3% |
| Rezerwy / Aktywa | 2,2% | 2,2% | 2,5% | 3,1% | 3,3% | 3,4% |

ANALIZA AKTYWÓW

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P |
|--------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Kapitały własne / Aktywa | 11% | 10% | 13% | 13% | 13% | 14% |
| Kredyty / Aktywa | 70% | 75% | 74% | 74% | 75% | 76% |
| Depozyty / Aktywa | 80% | 76% | 80% | 78% | 77% | 77% |
| Kredyty / Depozyty | 88% | 98% | 93% | 96% | 97% | 98% |
| Stopa wzrostu kredytów | 30% | 32% | 15% | 12% | 8% | 11% |
| Stopa wzrostu depozytów | 4% | 19% | 22% | 9% | 7% | 9% |
| Stopa wzrostu aktywów | 6% | 24% | 16% | 12% | 8% | 9% |



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

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



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość 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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PKO BP

| Rekomendacja | Trzymaj | Trzymaj | Redukuj | Trzymaj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2009-08-05 | 2009-08-24 | 2009-11-18 | 2010-01-19 |
| kurs z dnia rekomendacji | 32,60 | 34,99 | 38,70 | 38,90 |
| WIG w dniu rekomendacji | 35363,92 | 37915,39 | 40723,06 | 41256,40 |