

5 marca 2007

Aktualizacja raportu


**Banki**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>45,1 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>44,5 PLN</b>
Kapitalizacja	45,1 mld PLN
Free float	19,5 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	70,7 mln PLN

#### Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	51,51%
Julius Baer Investment Management LLC	5,36%
Pozostali	43,13%

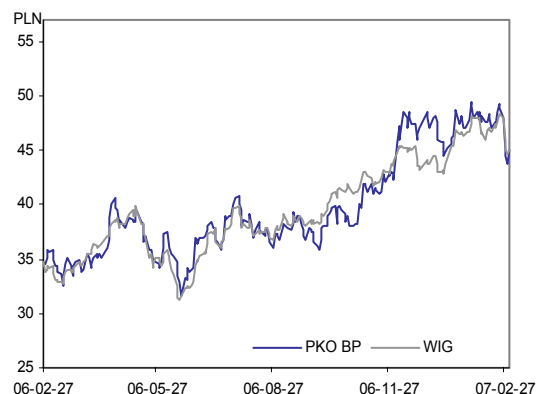
#### Strategia dotycząca sektora

Uważamy, że w 2007 roku kontynuowane będzie dwucyfrowe tempo poprawy powtarzalnych wyników finansowych. Utrzymanie tego tempa w kolejnych latach daje CAGR'09/06 na poziomie ponad 14%. Dalsze perspektywy na wzrost ubankowienia społeczeństwa oraz nasycenia produktami finansowymi i ożywienie w zakresie kredytów przedsiębiorstw uzasadniają te założenia. Mimo przyjęcia pozytywnego scenariusza rozwoju wyników finansowych w Polsce, napędzanych rosnącymi wolumenami, premie w relacji do banków zagranicznych skłaniają nas do neutralnego nastawienia do sektora.

#### Profil spółki

PKO BP to największy pod względem aktywów oraz kapitałów własnych bank w Polsce. Jest to bank uniwersalny, przykładający szczególną wagę do klientów detalicznych. Bank posiada największą ekspozycję na ten segment, gdyż ponad połowa wszystkich depozytów oraz kredytów pochodzi od klientów indywidualnych i ponad połowa przychodów generowana jest w tym segmencie.

#### 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

(Podwyższona)

### Po wynikach 4Q'06

Wyniki 4Q'06 oceniamy jako neutralne. Na spadek wyników operacyjnych przed kosztami rezerw (Q/Q o 10,5%) wpływ miały głównie wysokie koszty działania, zawyżone zawiązywaniem rezerw na premie jubileuszowe i emerytalne. Pod względem przychodów bank zrealizował praktycznie nasze prognozy (WNDB o 10 mln PLN niższy od prognoz). Pozytywnie odbieramy poprawiającą się sprzedaż jednostek PKO TFI, która ma szansę przyspieszyć w 2007r. Już w 4Q'06 spółka zwiększyła swoje udziały rynkowe. Lepsza sprzedaż PKO TFI, utrzymujące się pozytywne trendy w zakresie wolumenów, zakończenie procesu uzupełniania składu zarządu oraz oczekiwana prezentacja nowej strategii skłaniają nas do lepszej oceny banku. Podwyższamy naszą cenę docelową z 41,62 PLN/akcję PKO BP do 44,5 PLN/akcję. Podwyższamy również rekomendację z redukuj do trzymaj. Podtrzymujemy zalecenie przeważania w portfelach akcji Pekao względem PKO BP, ze względu na wyższy potencjał wzrostu wyceny rynkowej Pekao.

#### Zmiana prognoz

Podwyższamy prognozy wyników netto na kolejne lata. Wynika to z dobrych wyników sprzedażowych okazywanych przez PKO TFI (lider napływów w styczniu: 1,4 mld PLN) oraz podwyższonych założeń w zakresie wzrostu wolumenu kredytów w kolejnych latach. Obecne prognozy przekładają się na ROE na koniec 2009 roku na poziomie 24% (poprzednio zakładaliśmy 23,3%).

#### Nowa strategia

Na kwiecień 2007 zapowiedziana jest publikacja nowej strategii. Oczekujemy, że podniesione zostaną cele dotychczas wyznaczane przez bank. Uważamy, że mało prawdopodobne jest, aby cele przedstawione przez bank wykroczyły poza nasze oczekiwania. Sam fakt zamiaru publikacji nowej strategii odbieramy pozytywnie. Rynek już dawno trzyma poprzeczkę wysoko dla PKO BP, a wycena rynkowa dyskontuje już dwucyfrowe tempo poprawy zysków w kolejnych latach. Według naszych prognoz, CAGR'09/06 wyników netto wyniesie 16%.

#### Uzupełniany skład zarządu

Do tej pory zarząd banku funkcjonował w mocno okrojonym składzie. Po kolei odchodzili członkowie zarządu, którzy tworzyli jego skład za czasów prezesury Andrzeja Podsiadło. Proces rezygnacji zakończyło odejście Jacka Obłękowskiego. W międzyczasie konkurs wyłonił dwóch wiceprezesów, których nominacje odbieramy pozytywnie. Obecnie trwa kolejny konkurs na 2 wiceprezesów i prezesa PKO BP, którego finał przewidujemy na koniec marca br. Zakończy to naszym zdaniem proces zmian w zarządzie i uzupełni wszystkich brakujących członków. Postrzegamy to pozytywnie.

(w mln PLN)	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Wynik odsetkowy	3 544	3 785	4 367	5 009	5 695
Marża odsetkowa	4,0%	3,9%	4,1%	4,3%	4,6%
WNDB	5 699	6 040	6 975	7 906	8 863
Zysk operacyjny	2 305	2 716	3 435	3 996	4 730
Zysk brutto	2 167	2 709	3 140	3 597	4 255
Zysk netto	1 735	2 119	2 460	2 815	3 327
ROE	20%	23%	23%	23%	24%
P/E	26,0	21,3	18,3	16,0	13,6
P/BV	5,2	4,5	3,9	3,7	3,3
D/PS	0,80	0,98	1,13	1,30	1,53
Stopa dywidendy	1,8%	2,2%	2,5%	2,9%	3,4%

## Strategia banku

Do tej pory obowiązuje opublikowana pod koniec 2005 roku strategia na lata 2006 - 2008. Wiadomo, że zarząd pracuje nad nową strategią, która tym razem obejmie szerszy horyzont czasowy (sześćcioletni), na lata 2007 – 2012. Jej publikacja przewidziana jest na kwiecień bieżącego roku.

Uważamy, że przedstawienie nowej strategii jest uzasadnione, gdyż dobra sytuacja makroekonomiczna i dobre wyniki osiągane przez bank wskazują na szybszą realizację celów. W dalszym ciągu rynek oczekuje oficjalnego stanowiska i działań PKO BP, które podejmie po powstaniu dużego Pekao. Zestawienie obecnych osiągnięć rynku oraz naszych oczekiwań z obowiązującą strategią przedstawia poniższa tabela.

### Zestawienie strategii ze stanem obecnym i prognozami DI BRE

Założenia strategii na lata 2006 – 2008:	2006	2008P DI BRE
ROE na poziomie około 20%	22,6%	22,9%
CIR na poziomie 57% (bank)	60% (skons.)	53% (skons.)
pokrycie kosztów bez amortyzacji wynikiem z prowizji na poziomie minimum 56%	47%	57%
ROA na poziomie minimum 2,1%	2,2%	2,4%

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

## W 1Q'07 napłyną pozytywne informacje...

### Publikacja nowej strategii może uwiarygodnić oczekiwania rynku

Oczekujemy, że nowa strategia podniesie cele dotychczas wyznaczone przez bank. Uważamy, że istnieje ograniczony potencjał pozytywnego zaskoczenia rynku ze strony banku, ambitnymi celami. Rynek już dawno trzyma poprzeczkę wysoko dla PKO BP, a wycena rynkowa dyskontuje już dwucyfrowe tempo poprawy zysków w kolejnych latach. Według naszych prognoz, CAGR'09/06 wyników netto wyniesie 16%. Oczekujemy także dalszej poprawy rentowności kapitałów do 24% w 2009 roku.

Sam fakt zamiaru publikacji nowej strategii, w której zapewne podniesione zostaną cele finansowe, a bank wskaże drogę rozwoju, jaką obierze po powiększeniu Pekao, odbieramy pozytywnie.

### W końcu bank będzie miał prezesa

Do tej pory zarząd banku funkcjonował w mocno okrojonym składzie. Po kolei odchodzili członkowie zarządu, którzy tworzyli jego skład za czasów prezesury Andrzeja Podsiadło. Proces rezygnacji zakończyło odejście Jacka Oblękowskiego, który jako ostatni złożył rezygnację z funkcji Wiceprezesa banku. Wtedy w zarządzie pozostało trzech członków oraz p.o. prezesa, który pełni jednocześnie funkcję Prezesa Rady Nadzorczej i objął stanowisko p.o. prezesa po rezygnacji Sławomira Skrzyпка z tej funkcji.

Ogłoszenie konkursu na prezesa i dwóch wiceprezesów na początku br. nie przyniosło rozwiązań przed końcem stycznia (pierwotnie deklarowana data powołania nowego prezesa) w związku z zawieszeniem posiedzenia Rady Nadzorczej. Już kilka tygodni później (22 lutego) rada powołała dwóch nowych wiceprezesów. Pozytywnie odnosimy się do tych nominacji. Obaj członkowie zarządu mają doświadczenie związane z pracą w największych bankach polskich i instytucjach sektora finansowego, a jeden pochodzi z PKO BP (wcześniej pracował także w innych bankach).

Rada ogłosiła nowy konkurs na prezesa i dwóch kolejnych wiceprezesów (od ogłoszenia pierwszego konkursu i jego finału zarząd stracił dwóch kolejnych członków). Zgłoszenia będą przyjmowane do 14 marca, a otwarcie kopert nastąpi 15 marca. Rozmowy z kandydatami zostaną przeprowadzone w dniach 21 – 23 marca. Liczymy, że przed końcem marca poznamy nazwisko nowego prezesa.

Liczymy, że dwaj kolejni wiceprezesi będą mogli się wykazać podobnym doświadczeniem jak niedawno nominowani. Nie wiemy, czy nominacja nowego prezesa będzie skomentowana jako polityczna. Uważamy jednak, że rynek pozytywnie odbierze fakt, że zarząd w końcu



funkcjonuje w pełnym składzie, a ostatnie nominacje wskazują na to, że mogą znaleźć się kandydaci spełniający oczekiwania rynku.

## Zmiana prognoz długoterminowych

Podwyższamy nasze prognozy wyników finansowych na kolejne lata o 5%, 3,6% i 3,5% odpowiednio w latach 2007, 2008 i 2009.

Uważamy, że korzystnie na wynikach PKO BP odbije się lepsza sprzedaż PKO TFI (w styczniu był to lider pod wpływem zebranych środków: 1,2 mld PLN). W świetle trwającego wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych oraz pozytywnych trendów w małych i średnich przedsiębiorstwach, podwyższamy także nasze prognozy portfela kredytów w banku. Poprzednio zakładaliśmy wzrost portfela kredytów netto na poziomie 20%, 18% i 15%, odpowiednio w 2007, 2008 i 2009 roku. Obecnie zakładamy 23%, 20% i 18%. Ma to przełożenie na wynik odsetkowy. Podwyższamy także pozostałe przychody operacyjne netto. Skłonił nas do tego poziom pozostałych przychodów w 4Q06.

Po stronie kosztów także dokonaliśmy korekt. W największym stopniu dotyczyły one kosztów osobowych, które mimo wcześniejszych deklaracji o finansowaniu wzrostu płac pracowników zwolnieniami i odejściami na emeryturę, zwiększyły się o 10,5%. Z wyższej bazy (wyłączając jedynie wpływ utworzenia rezerwy na wypłaty jubileuszowe), nasza prognoza kosztów osobowych wzrosła o 12% w porównaniu do poprzedniej w 2007 roku. W kolejnych latach wzrosty wyniosły 11% i 10%, odpowiednio w 2008 i 2009 roku. Obniżamy natomiast prognozę wydatków rzeczowych (bank kolejny kwartał z rzędu pokazuje w tym obszarze kontrolę kosztów i nieznaczne wahania kwartalne) oraz amortyzacji. Wpływ na obniżenie prognoz w tym zakresie miały wyniki 4Q06.

Obniżamy zakładany poziom salda rezerw w 2007 roku. Jest to efekt obniżenia zakładanych kosztów ryzyka z 50 bps w poprzedniej prognozie, do 45 bps obecnie. Wzrostu salda w kolejnych latach w relacji do poprzednich prognoz to wpływ założenia wyższego poziomu portfela kredytów. Poziom kosztów ryzyka na poziomie 50 bps średniej wartości portfela kredytów netto pozostawiamy bez zmian w relacji do poprzedniego raportu.

**Podsumowanie zmian prognoz (mln PLN)**

	2006	2007Ps	2007P	zmiana	2008Ps	2008P	zmiana	2009Ps	2009P	zmiana
Przychody odsetkowe netto	3785	4286	4367	1,9%	4801	5009	4,3%	5390	5695	5,7%
Przychody pozaodsetkowe	2255	2568	2608	1,5%	2886	2896	0,4%	3179	3168	-0,3%
Wynik z prowizji	1740	2001	2042	2,0%	2301	2308	0,3%	2577	2556	-0,8%
Wynik z pozycji wymiany	544	567	566	-0,2%	584	589	0,8%	602	612	1,7%
Wynik z działalności finansowej i inwestycyjnej	-30	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
Wynik na działalności bankowej	6040	6854	6975	1,8%	7687	7906	2,8%	8569	8863	3,4%
Inne przychody operacyjne netto	720	534	684	28,1%	534	650	21,7%	534	618	15,6%
Przychody bankowe ogółem	6760	7388	7660	3,7%	8221	8556	4,1%	9103	9481	4,1%
Koszty nieodsetkowe	-4044	-4091	-4224	3,2%	-4377	-4559	4,2%	-4556	-4751	4,3%
Koszty osobowe	-2268	-2111	-2359	11,7%	-2211	-2448	10,7%	-2309	-2533	9,7%
Amortyzacja	-318	-366	-334	-8,8%	-528	-504	-4,5%	-560	-529	-5,4%
Inne koszty	-1458	-1614	-1531	-5,1%	-1638	-1608	-1,9%	-1688	-1688	0,0%
Zysk operacyjny przed kosztami rezerw	2716	3297	3435	4,2%	3844	3996	4,0%	4547	4730	4,0%
Saldo rezerw	-7	-317	-296	-6,8%	-377	-399	5,7%	-439	-475	8,2%
Zysk brutto	2709	2986	3140	5,1%	3474	3597	3,6%	4115	4255	3,4%
Podatek dochodowy	-527	-567	-597	5,1%	-660	-684	3,6%	-782	-808	3,4%
Zysk netto	2119	2338	2460	5,3%	2716	2815	3,6%	3216	3327	3,5%

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

## Podsumowanie wyników 4Q'06

Wynik netto na poziomie 552 mln PLN był nieco powyżej naszych oczekiwań (536 mln PLN). Stało za tym dodatnie saldo rezerw, wynikające z dwóch transakcji sprzedaży portfela kredytów nieregularnych oraz z wyższego poziomu odzysków należności od klientów banku (co nie dziwi w świetle dobrego otoczenia makroekonomicznego). Na poziomie operacyjnym wyniki były niewiele gorsze od naszych prognoz (o niecałe 10 mln PLN), podobnie jak pod względem wyniku na działalności bankowej (10 mln PLN mniej niż nasze prognozy). W wynikach za największy negatywny czynnik postrzegać należy koszty, które wzrosły Q/Q o 22,5%. In plus postrzegamy kolejny wysoki wynik na pozostałych przychodach operacyjnych netto (233 mln PLN vs. 151 mln PLN w 3Q'06).

Wyniki oceniamy jako dobre i widzimy szanse na utrzymanie wzrostu w kolejnych kwartałach. Przemawiają za tym dobre rezultaty sprzedaży PKO TFI (lider wpływów w styczniu 2007, 1,2 mld PLN), które wspierane są przez ofertę produktów strukturyzowanych. Pozytywnie oddziaływać może utrzymująca się dobra koniunktura w segmencie detalicznym oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Udział kredytów dla MSP w portfelu kredytów PKO BP wyniósł na koniec 2006 roku 7,7%, ale zanotowany wzrost portfela (+42% R/R) wskazuje na możliwość dalszego wzrostu udziału tych kredytów w kredytach ogółem.

### Zestawienie wyników z prognozami (mln PLN)

	4Q06P	różnica	4Q06	zmiana	4Q05	2006	różnica	2006	zmiana	2005
Wynik odsetkowy	999	-0,6%	993	11,0%	894	3 792	-0,2%	3 785	6,8%	3 544
NIM	4,0%		4,0%		3,9%	3,9%		3,9%		4,0%
WNDB	1 614	-0,6%	1 604	26,3%	1 270	6 050	-0,2%	6 040	6,0%	5 699
Wynik operacyjny*	703	-1,3%	694	72,7%	402	2 725	-0,3%	2 716	17,8%	2 305
Zysk brutto	674	5,5%	711	63,6%	434	2 678	1,4%	2 715	25,3%	2 167
Zysk netto	536	3,2%	552	52,6%	362	2 102	0,8%	2 119	22,1%	1 735

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

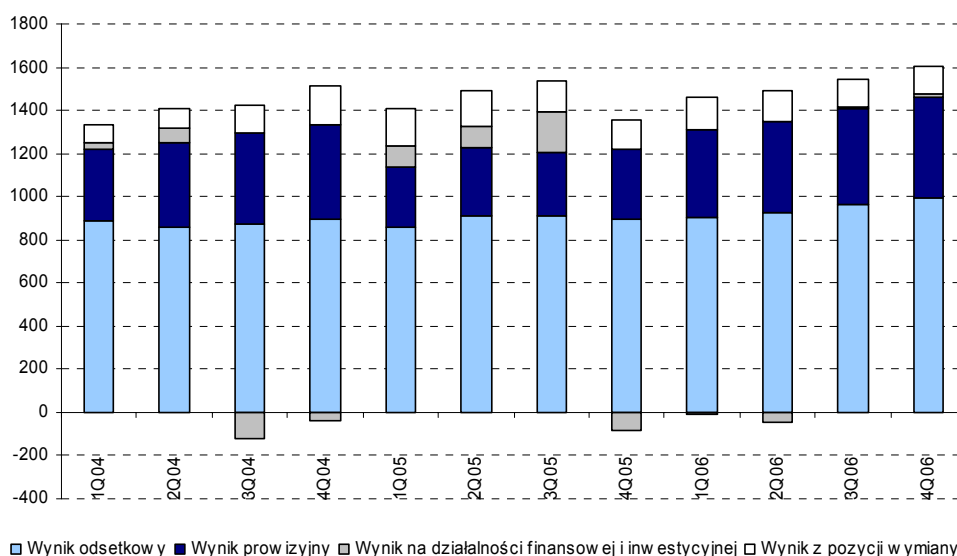
\* przed kosztami rezerw

## Przychody

Poziom wyniku na działalności bankowej był w zasadzie zgodny z naszymi oczekiwaniami (różnica 10 mln PLN, niecałe 1%). Różnice wynikały z nieznacznie niższego wyniku odsetkowego (o 6 mln PLN) i o 4 mln PLN niższych wyników na działalności handlowej (wynik z pozycji wymiany oraz wynik na działalności finansowej i inwestycyjnej). Wynik z prowizji był zgodny z naszymi prognozami (różnica około 1 mln PLN) i wyniósł 467 mln PLN.

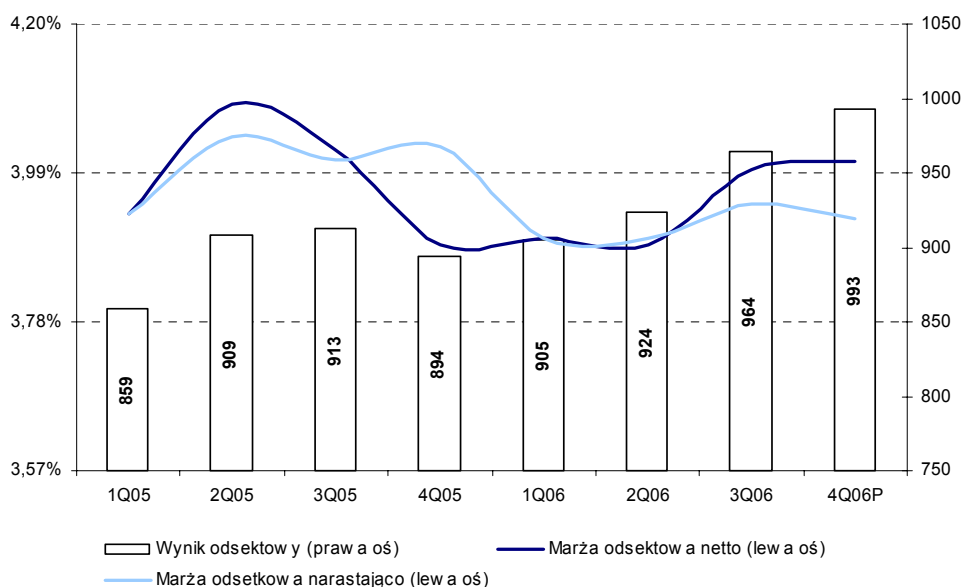
Oczekiwaliśmy dobrych wyników ze strony PKO BP na bazie wolumenów segmentu detalicznego w sezonie świątecznym (bezpośredni wpływ na wynik odsetkowy) i wyższej sprzedaży jednostek PKO TFI (bezpośredni wpływ na wynik prowizyjny i, jak się dowiedzieliśmy, również na pozostałe przychody operacyjne netto). Pod tym względem bank zrealizował nasze oczekiwania. Uważamy, że struktura i poziom przychodów osiągnięty w 4Q'06 wskazują na możliwość dalszej poprawy wyników banku w 2007 roku. Wynik odsetkowy i prowizyjny wygenerowały łącznie 91% WNDB. Dodatkowo, przychody banku stały się mniej wrażliwe na zmianę sytuacji na rynkach papierów dłużnych po reklasyfikacji części portfela instrumentów dłużnych w połowie ubiegłego roku z pozycji wycenianych do wartości godziwej przez rachunek zysków i strat do pozycji inwestycyjnych papierów wartościowych oraz zmniejszeniu portfela papierów dłużnych.

### Wynik na działalności bankowej (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

### Wynik odsetkowy (mln PLN) i marża odsetkowa

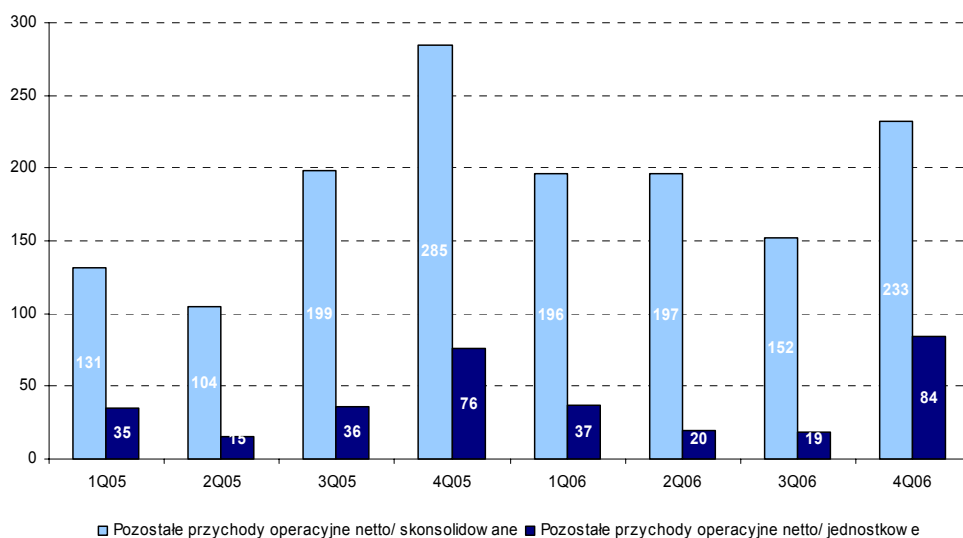


Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

### Pozostałe przychody operacyjne – niewyjaśnione różnice

Największa różnica między naszymi oczekiwaniami a wynikami podanymi po stronie przychodów płynęła z pozostałych przychodów operacyjnych netto. Do tej pory nie dostaliśmy wytłumaczenia ze strony banku. Początkowo sądziliśmy, że dotyczy to działalności konsolidowanej spółki zależnej „PKO Inwestycje”, której przychody wykazywane są w tej linii. Po analizie uważamy, że wyniki tej spółki nie mogły tak znacznie wpłynąć na wynik zrealizowany przez całą grupę PKO BP. Większość przychodów operacyjnych netto została zrealizowana na poziomie samego banku, a pozostałe przychody operacyjne w jednostkowym sprawozdaniu nie zawierają wyników realizowanych przez jednostki zależne.

### Pozostałe przychody operacyjne netto w banku i grupie PKO BP (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

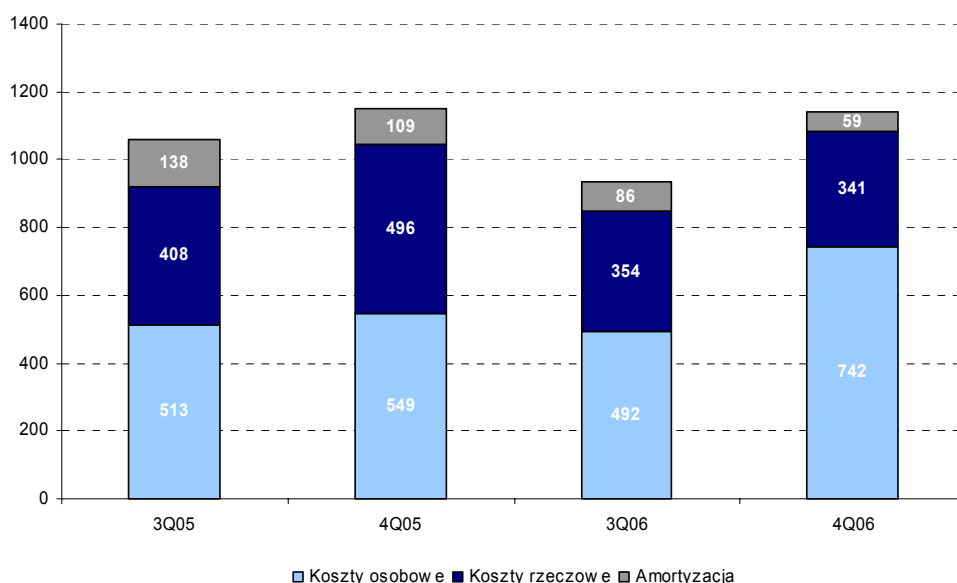
Ostatni kwartał zarówno w przypadku 2005, jak również 2006 przyniósł znaczny wzrost rezultatu na pozostałych przychodach operacyjnych netto. Uważamy, że za wzrost pozostałych przychodów operacyjnych netto Q/Q (4Q'06/3Q'06) odpowiada w całości wynik realizowany przez bank. Skala przychodów jednostek zależnych, konsolidowanych w wyniku nie zmieniła się znacznie. Jeśli odjęlibyśmy wynik skonsolidowany od jednostkowego w obu tych kwartałach, to szacunkowo (nie jesteśmy w stanie wprowadzić wyłączeń transakcji w ramach grupy kapitałowej) wynik jednostek zależnych ukształtowałby się na poziomie 133 i 148 mln PLN. Wzrost wyniku jednostek zależnych Q/Q można szacować na 15 mln PLN. Różnica Q/Q wyników skonsolidowanych to 81 mln PLN. Nie znamy źródła 66 mln PLN dodatkowego wyniku na pozostałych przychodach operacyjnych netto.

Bank zapowiedział podanie wytłumaczenia, ale jak na razie odpowiedź nie dotarła. W komentarzu do sprawozdania pojawił się zapis o wyższych wpływach ze sprzedaży jednostek uczestnictwa w PKO TFI, wpływach z Inteligo Financial Service i PKO Inwestycje. Jesteśmy zaskoczeni tym, że bank rozpoznaje część przychodów z PKO TFI w pozostałych przychodach operacyjnych. Za zdecydowaną większość różnicy (czyli to co bank zrealizował na poziomie jednostkowym) nie mogą odpowiadać także wpływy z Inteligo Financial Service, gdyż jest to jednostka zależna i jej przychody nie są wykazywane na poziomie jednostkowym.

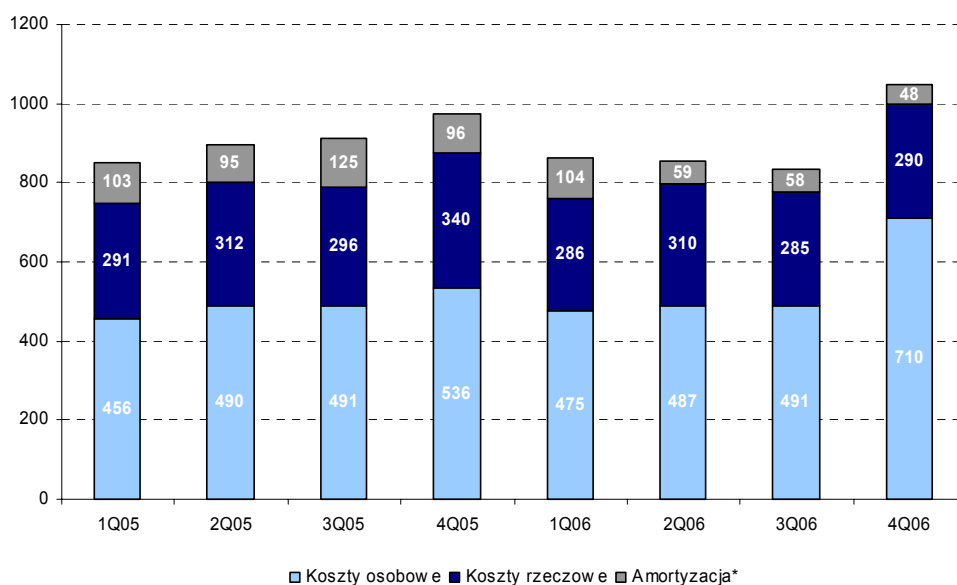
Musimy poczekać albo na komentarz do wyników, o który poprosili analitycy, albo na sprawozdanie roczne publikowane w marcu. Jeśli za wzrost odpowiadają wpływy z TFI to jest to część wpływów, które bank otrzymuje jako główny dystrybutor. Są to opłaty na rzecz banku PKO BP i dlatego pozostają w wyniku nawet na poziomie jednostkowym. Na poziomie skonsolidowanym wykazywane są całkowite wyniki PKO TFI.

## Koszty

Koszty były największym negatywnym zaskoczeniem wyników za czwarty kwartał 2006. Przyczyną wzrostu kosztów w całej grupie PKO BP były wydatki w samym banku, a dokładniej koszty osobowe. Bank utworzył dodatkowe rezerwy na planowane zwolnienia oraz wypłaty jubileuszowe i emerytalne dla pracowników.

**Struktura kosztów skonsolidowanych grupy PKO BP (mln PLN)**


Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

**Struktura kosztów jednostkowych PKO BP (mln PLN)**


Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

\* amortyzacja za 1Q- 3Q06 korygowana; po 1H06 bank dokonał korekty kosztów, które przełożyły się na około 15 mln PLN niższą amortyzację, korekta rozliczona przez DI BRE szacunkowo na kwartały

**Koszty osobowe**

Koszty osobowe w banku wzrosły 33% QQ/ i 45% R/R i sięgnęły w samym banku 710 mln PLN. Bank wyjaśnił część wzrostu utworzeniem rezerw na wypłaty jubileuszowe, emerytalne oraz na planowane zwolnienia w 2007 roku. 106 mln PLN kosztów utworzono na wypłaty jubileuszowe i emerytalne, 37 mln PLN to rezerwy na planowane zwolnienia (zgodnie z umowami ze związkami zawodowymi bank będzie zwalniać co roku po około 1500 pracowników). Po odjęciu tych kosztów, wydatki personalne w 4Q06 sięgnęły 567 mln PLN, wciąż o 15% wyższe od wydatków w 3Q06 i o 6% niż w 4Q05. Jest to efekt decyzji zarządu o wypłacie premii związanych z dobrymi wynikami w banku. Ponieważ oczekujemy, że PKO BP w dalszym ciągu poprawiać będzie wyniki, spodziewamy się, że w przyszłym roku bank również będzie wypłacał premie, które będą w ostatnim kwartale zawyżały poziom kosztów osobowych.



Przewidujemy zwolnienia po 1500 osób rocznie w latach 2007 – 2009 (zgodnie ze strategią obowiązującą do 2008 roku), wzrost średniej płacy o około 9 – 10% rocznie. Ponieważ zwolnienia po 1500 osób planowane są w kolejnych latach, należy oczekiwać utworzenia rezerwy na zwolnienia pracowników również w przyszłym roku (ale najprawdopodobniej również w drugiej połowie roku).

106 mln PLN rezerwy na wypłaty jubileuszowe, to efekt wprowadzenia nowego modelu szacującego potrzeby banku w tym zakresie. Konieczne okazało się utworzenie dodatkowych rezerw. Można potraktować je jako zdarzenie jednorazowe, ale nie sposób z całkowitą pewnością powiedzieć, że taka sytuacja nie powtórzy się w przyszłym roku.

### **Amortyzacja**

Kosztom całego 2006 roku ewidentnie pomogła zmiana zasad naliczania amortyzacji. Wydłużenie okresu ekonomicznej użyteczności aktywów trwałych w banku przełożyło się na niższe kwartalne obciążenia amortyzacją. Oczekujemy, że bank utrzyma niższy poziom amortyzacji również w 2007 roku. Wzrostu oczekiwać można ze strony nowych aktywów trwałych oddawanych do użytku (w związku z oddawaniem do użytku poszczególnych części ZSI oraz modernizacją placówek).

Na 2007 rok planowane było rozpoczęcie procesu modernizacji placówek, co pociągnęłoby za sobą (obok kosztów rzeczowych) amortyzowanie nowego sprzętu i wystroju placówek. Jak na razie bank zaprzestał informowania na temat zapowiedzianej jakiś czas temu modernizacji sieci. Być może cisza spowodowana jest pracami nad nową strategią. Brak jest zatem jakichkolwiek wskazówek, jak może się to odbić na kosztach banku. Pozostaje czekać do kwietniowej prezentacji strategii, aby poznać szczegóły, czyli tempo i zakres zmian.

Największym wyzwaniem jest obecnie wdrożenie Zintegrowanego Systemu informatycznego (ZSI). Jego poszczególne części mają być oddawane już w 2007 roku, ale jak na razie nie podano nawet szacunkowego wpływu ZSI na poziom amortyzacji. Bank najpierw oceni „czas ekonomicznej użyteczności” systemu. Dopiero potem będzie wiadomo, jak ZIS obciąży amortyzację. Rozpoczęcie amortyzowania poszczególnych części systemu w 2007 roku to także jeszcze kwestia dyskusji, między innymi z audytorami banku.

Trudno zatem powiedzieć cokolwiek wiążącego na temat tegorocznego obciążenia amortyzacją. Można tylko z bardzo dużym prawdopodobieństwem powiedzieć, że nie będzie ona niższa niż w ubiegłym roku. Istnieje ryzyko, że jej wzrost może przekroczyć nasze oczekiwania, a przez to przyczynić się do wyższej dynamiki wydatków ogółem. W świetle tego, że jej wzrost mógłby zostać wywołany oddawaniem bardzo potrzebnego w banku ZSI lub modernizacją placówek, a jej udział w kosztach ogółem jest stosunkowo mały, nie postrzegamy wzrostu amortyzacji za zjawisko negatywne dla banku. Wdrożenie ZSI umożliwi osiągnięcie wyższej efektywności w banku, co przełoży się może na oszczędności po stronie kosztów rzeczowych. Otworzy to naszym zdaniem drogę także do zwolnień pracowników. Dopóki jednak nie zostanie opublikowana nowa strategia, w której być może bank zdoła wynegocjować ze związkami zawodowymi wyższe transze rocznych zwolnień (obecna umowa to 1500 pracowników w latach 2006 – 2008, łącznie 4500 tysięcy), trudno orzekać, czy wyższe zwolnienia będą możliwe. Zwolnienia pracowników naszym zdaniem pozwolą utrzymać umiarkowany wzrost kosztów osobowych. Ze względu na niższą średnią płacę w PKO BP w porównaniu do innych banków, PKO BP będzie zmuszone zwiększać płace, aby dorównywać do średnich.

### **Koszty rzeczowe**

PKO BP udaje się utrzymywać koszty rzeczowe w samym banku na obniżonym w porównaniu do ubiegłego roku poziomie. W ostatnim kwartale 2006 wyniosły one w samym banku 290 mln PLN (vs. 285 mln PLN w 3Q06). W tej linii wydatków widać dążenia banku do optymalizacji bazy kosztowej. W kolejnych latach bank będzie najprawdopodobniej zwiększał wydatki, np. ze względu na modernizację placówek, ale wierzymy, że wzrosty będą umiarkowane.

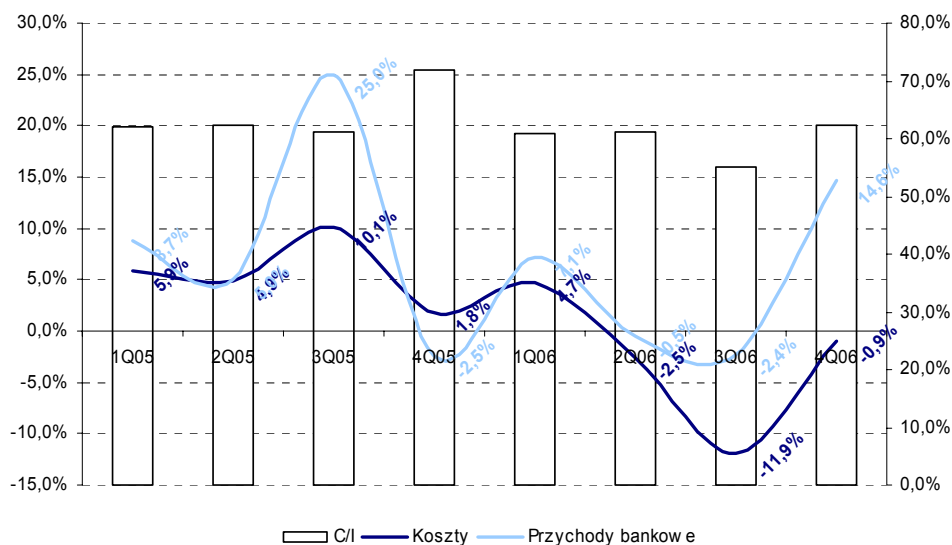
## **Wyniki operacyjne**

Wynik operacyjny przed kosztami rezerw wzrósł R/R aż o 73%. Jest to jednak wzrost spowodowany niską bazą odniesienia, jaką były wyniki 4Q'05. W ubiegłym roku bank zanotował ponad 100 mln PLN straty na wycenie papierów dłużnych, co przełożyło się na bardzo niski poziom przychodów. Z kwartału na kwartał wynik operacyjny spadł o prawie 9%.

Silny wzrost R/R to efekt niskiej bazy odniesienia (zaniżonej poziomem przychodów i kosztami na zbliżonym poziomie, co w tym roku). Spadek Q/Q to efekt znacznego wzrostu wydatków

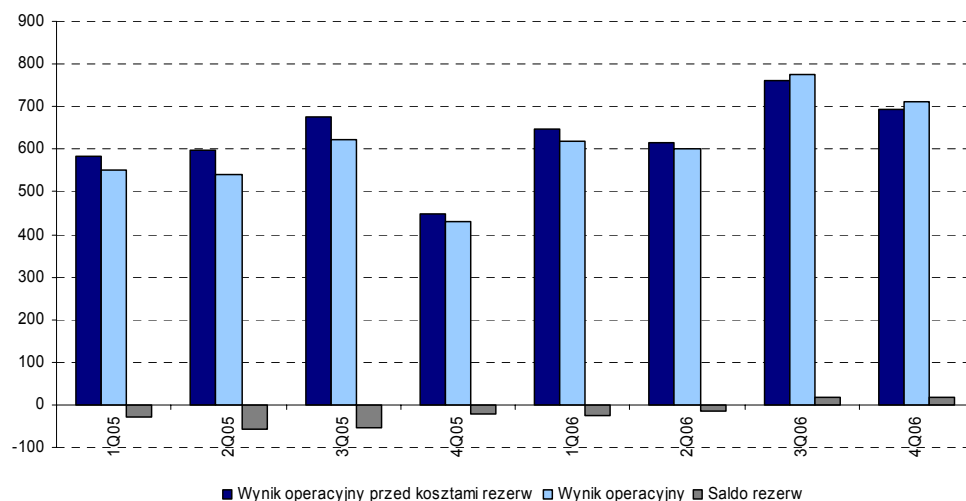
(22,5% Q/Q) i wolniej poprawiających się przychodów bankowych (8,5% Q/Q, na poziomie WNDB wzrost wyniósł 4% Q/Q).

### Przychody i koszty (zmiana R/R), CIR



Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

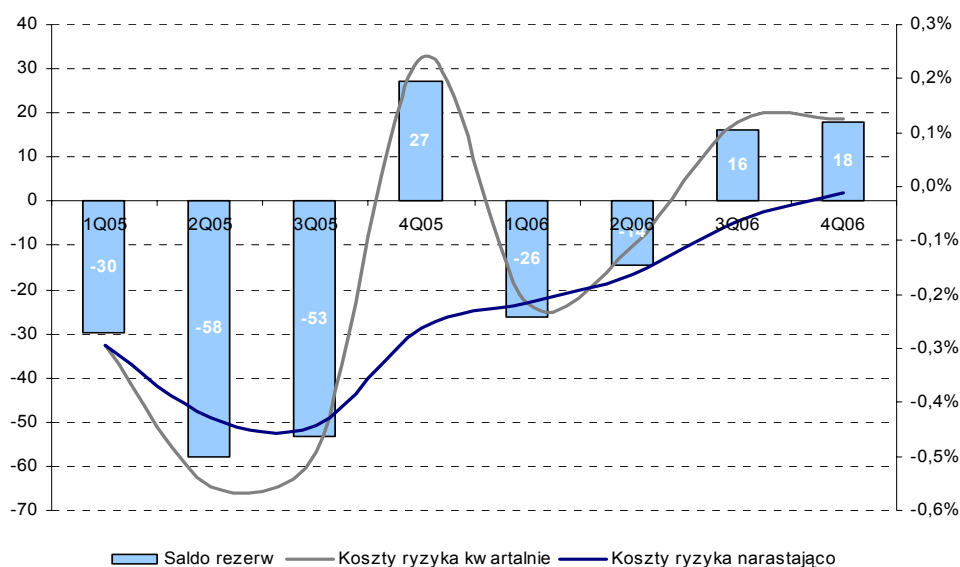
### Wyniki operacyjne (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

### Saldo rezerw i sprzedaż portfeli należności nieregularnych

Bank dokonał sprzedaży dwóch portfeli należności nieregularnych na łączną kwotę około 1,3 mld PLN (po odpowiednio 750 mln PLN i 582 mln PLN). Ponieważ bank nie podaje wyniku realizowanego na transakcjach, trudno nam ocenić, w jakiej skali za dodatnie saldo rezerw odpowiada sprzedaż portfela, a w jakiej jest to wynik poprawiającej się sytuacji finansowej klientów banku. Według komentarzy banku, jest to wypadkowa tych dwóch czynników.

**Saldo rezerw (mln PLN) i koszty ryzyka (%)**

*Źródło: DI BRE Banku, PKO BP*

Na koniec 2006 roku wskaźnik kredyty nieregularne/kredyty brutto spadł (w wyniku sprzedaży portfela oraz spłat kredytów przez klientów banku) do 4,4% (z 6,9% na koniec 2005 roku). W związku z bardzo niskim udziałem portfela kredytów nieregularnych w kredytach ogółem, rosnącym portfelem i znacznymi sprzedażami portfeli nieregularnych uważamy, że w kolejnych latach PKO BP ma ograniczone możliwości do rozwiązywania rezerw. W 2007 roku zakładamy koszty ryzyka na poziomie 45 bps (obniżamy w relacji do poprzedniej prognozy o 5 bps), a w kolejnych latach na poziomie 50 bps (niezmienione). Główny konkurent PKO BP, Pekao tworzy wyższe rezerwy (koszty ryzyka w 2006 roku wyniosły 72 bps średniej wartości portfela kredytów netto). Istnieje ryzyko, że PKO BP będzie musiało w przyszłości tworzyć wyższe rezerwy.

**Zestawienie wyników kwartalnych (mln PLN)**

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	Q/Q	R/R
Kredyty netto	40985	41865	44746	46875	50135	52821	55221	58939	6,7%	25,7%
Depozyty	74327	74401	78471	76748	78553	80004	82021	82900	1,1%	8,0%
Suma bilansowa	88814	89082	92421	91613	94039	96014	97094	101246	4,3%	10,5%
Wynik odsetkowy netto	859	909	913	894	905	924	964	993	3,0%	11,0%
Wynik prowizyjny netto	279	322	295	322	406	422	445	467	4,8%	45,1%
Wynik z pozycji wymiany	173	159	143	137	147	145	127	125	-2,1%	-9,2%
Wynik na dział. finansowej i inwestycyjnej	96	99	183	-83	-7	-46	4	20	427,2%	-123,4%
Wynik na działalności bankowej	1407	1488	1534	1270	1451	1445	1540	1604	4,1%	26,3%
Pozostałe przychody operacyjne netto	131	104	199	285	196	139	152	233	53,2%	-18,3%
Przychody bankowe	1538	1592	1733	1555	1648	1584	1692	1836	8,5%	18,1%
Koszty działania i amortyzacja	-956	-993	-1059	-1153	-1001	-968	-932	-1143	22,5%	-0,9%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	582	599	674	402	647	616	759	694	-8,7%	72,7%
Saldo rezerw	-30	-58	-53	27	-26	-14	16	18	11,9%	-34,3%
Udział w wynikach jedn. stowarzysz.	-10	20	8	5	-9	7	2	-1	-148,8%	-119,1%
Zysk brutto	543	561	629	434	612	609	778	711	-8,6%	63,6%
Podatek dochodowy	-127	-93	-135	-57	-120	-119	-146	-143	-2,3%	151,3%
Zysk udziałowców mniejszościowych	0	3	-8	-16	-10	-20	-18	-16	-14,5%	0,4%
Zysk netto	416	472	485	362	482	471	614	552	-9,9%	52,6%

*Źródło: DI BRE Banku, PKO BP*
**Wolumeny**

Bank utrzymuje silny wzrost portfela kredytów, korzystając ze swojej ekspozycji na segment detaliczny i wykorzystując odwrócenie koniunktury w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. W świetle wcześniejszych deklaracji banku jesteśmy nieco zawiedzeni niską dynamiką portfela kredytów detalicznych (chodzi głównie o kredyty gotówkowe, zadłużenie na

kartach kredytowych, debetach na kontach itp.). Portfel netto (bez odsetek zapadłych i niezapadłych) wzrósł R/R o 20%. Bank dalej się rozwija, ale nie tak szybko, jak mogłoby to wynikać z pozycji banku w segmencie detalicznym.

In plus postrzegamy rezultaty w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. Rola tych podmiotów w budowaniu portfela kredytów rośnie, a bank wykorzystuje posiadaną dużą bazę klientów w tym zakresie.

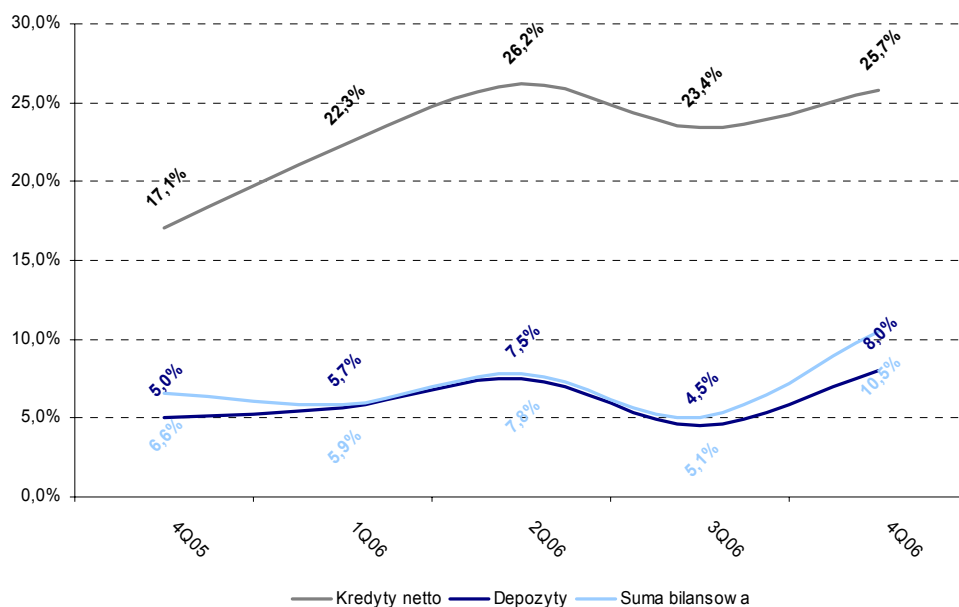
**Portfel kredytów\* (mln PLN)**

	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	Q/Q	R/R
Segment detaliczny	9658,7	10208,8	11012,2	11357,9	11592,6	12588,7	13475,7	13650,4	1,3%	20,2%
Kredyty mieszkaniowe (nowe)	13918	14809,2	15781,1	16820,1	17902,8	19700,1	21102,2	22461,8	6,4%	33,5%
Kredyty mieszkaniowe (stare)	3163,6	3065,3	2995,2	2959,4	2880,9	2850,3	2853,4	2822,6	-1,1%	-4,6%
MSP	2864,6	2921,5	3108,2	3212,6	3558,3	3943,3	4248	4574,9	7,7%	42,4%
Segment korporacyjny	13673,1	13133,3	14115,1	14373	15989,7	15381,4	14889,8	16008,6	7,5%	11,4%
<b>RAZEM</b>	<b>43278,0</b>	<b>44138,1</b>	<b>47011,8</b>	<b>48723,0</b>	<b>51924,3</b>	<b>54463,8</b>	<b>56569,1</b>	<b>59518,3</b>	<b>5,2%</b>	<b>22,2%</b>

Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

\* kredyty netto bez odsetek zapadłych i niezapadłych

Niższy niż średnia dla sektora wzrost depozytów wynika nie tyle z niskiego wzrostu depozytów segmentu detalicznego (wzrost w banku o 4% R/R, podczas gdy sektor o 8,4%, ale z niskiej dynamiki wzrostu depozytów korporacyjnych (8% R/R vs. rynek o 24%). W segmencie małych i średnich przedsiębiorstw wzrost wyniósł 22%.

**Wolumeny (zmiana R/R)**


Źródło: DI BRE Banku, PKO BP

# Wycena

## Wycena długoterminowa

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).

### Dywidenda

Pozostawiamy zakładany wcześniej poziom wypłaty ze skonsolidowanych zysków netto w kolejnych latach na poziomie 46%.

### Założenia w modelu

Premia za ryzyko rynkowe wynosi 5%. Stopa wolna od ryzyka wynosi 5,229% (z zamknięcia sesji na 1.03.2007). Jej poziom wynika z rentowności obligacji dziesięcioletnich. Parametry te, przy założeniu beta na poziomie 1, implikują koszt kapitałów własnych dla wszystkich banków na poziomie 10,229%.

Pozostawiamy założenie długoterminowej stopy wzrostu na poziomie 4% po 2009 roku.

### Wpływ zmian założeń na wycenę metodą dochodową

Wycena metodą dochodową wyznacza wartość godziwą 1 akcji PKO BP na 37,6 PLN/akcję. Podwyższamy ją w relacji do poprzedniego raportu z 35,57 PLN/akcję. Wpływ na to ma podwyższenie zakładanej rentowności kapitałów na koniec 2009 w wyniku podwyższenia prognozowanych zysków dla PKO BP. Podnieśliśmy ROE z 23,3% do 23,9%. W horyzoncie 9 miesięcy wycena metodą dochodową daje wycenę na poziomie 40,4 PLN/akcję.

### Wycena metodą Gordon'a\* (PLN/akcję)

	2006	2007P	2008P	2009P	+
Stopa wolna od ryzyka	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%
Premia za ryzyko rynkowe	5%	5%	5%	5%	5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału (COE)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
EPS	2,1	2,5	2,8	3,3	
BVPS	9,0	10,5	12,0	13,8	
Prognozowane ROE	22,6%	22,8%	22,9%	23,9%	
Długoterminowe ROE					23,9%
Stopa wzrostu (g)					4%
Implikowane P/BV					3,2
Wycena kapitału na koniec 2009					44,1
Wycena kapitału na koniec 2008					40,0
Wycena kapitału na koniec 2007					36,3
Wycena kapitału na koniec 2006					33,0
DPS	0,98	1,13	1,30	1,53	
Zdyskontowane DPS	0,9	1,0	1,0	1,1	
Suma zdyskontowanych dywidend (na koniec 2006)					4,0
Wycena 1 akcji PKO BP na koniec lutego 2006					37,6
Cena PKO BP za 9 miesięcy					40,4

Źródło: DI BRE Banku, banki

\*stopa wolna od ryzyka: rentowność obligacji 10-io letnich na zamknięcie sesji 1 marca 2007

### Wrażliwość ceny docelowej wyceny metodą Gordon'a

		Stopa wolna od ryzyka						
		4,0%	4,5%	5,0%	5,229%	5,5%	6,0%	6,5%
Premia za ryzyko	3,5%	72,1	63,1	56,0	53,3	50,4	45,8	42,0
	4,0%	63,1	56,0	50,4	48,2	45,8	42,0	38,8
	4,5%	56,0	50,4	45,8	44,0	42,0	38,8	36,0
	5,0%	50,4	45,8	42,0	40,4	38,8	36,0	33,6
	5,5%	45,8	42,0	38,8	37,4	36,0	33,6	31,5
	6,0%	42,0	38,8	36,0	34,8	33,6	31,5	29,6
	6,5%	38,8	36,0	33,6	32,6	31,5	29,6	28,0

Źródło: DI BRE Banku

### Wrażliwość ceny docelowej wyceny metodą Gordon'a

		Stopa wolna od ryzyka						
		4,0%	4,5%	5,0%	5,229%	5,500%	6,0%	6,5%
Stopa wzrostu (g)	3,5%	47,3	43,3	40,0	38,6	37,1	34,6	32,4
	4,0%	50,4	45,8	42,0	40,4	38,8	36,0	33,6
	4,5%	54,2	48,8	44,4	42,6	40,7	37,6	34,9
	5,0%	59,0	52,5	47,2	45,2	43,0	39,4	36,4
	5,5%	65,2	57,1	50,7	48,3	45,7	41,6	38,1
	6,0%	73,4	62,9	55,1	52,2	49,0	44,2	40,2
	6,5%	84,8	70,8	60,7	57,0	53,2	47,4	42,7

Źródło: DI BRE Banku

## Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyceny akcji PKO BP w oparciu o średnie wskaźniki banków notowanych na GPW w Warszawie. Wartości wskaźników zostały wyliczone na podstawie prognoz EPS i BVPS oraz cen zamknięcia z dnia 2.03.2007.

W wycenie bierzemy pod uwagę średnią ważoną uzyskaną na podstawie średnich wskaźników: dla P/BV waga 15% (10% dla 2007 roku i 5% dla 2008), dla P/E waga 85% (45% dla 2007 roku i 40% dla 2008). Bierzemy pod uwagę wskaźniki na lata 2007 i 2008.

Korygujemy EPS Banku BPH o wpływ sprzedaży udziałów w CU PTE na prognozowane wyniki finansowe w 2007 roku. Jest to 179 mln PLN wpływu na wynik przed podatkiem. Według naszego szacunku, wpłynie to na wynik netto na poziomie około 145 mln PLN, czyli nieco ponad 5 PLN na akcję. Prognozujemy, że BPH zarobi 1545 mln PLN w 2007 roku, łącznie z wynikiem ze sprzedaży udziałów w towarzystwie. Implikuje to wskaźnik P/E na poziomie 16,9. Po korekcie, powtarzalny wynik BPH wyniesie w 2007 roku 1400 mln PLN, co daje wskaźnik P/E na poziomie 18,7.

### Wycena porównawcza PKO BP

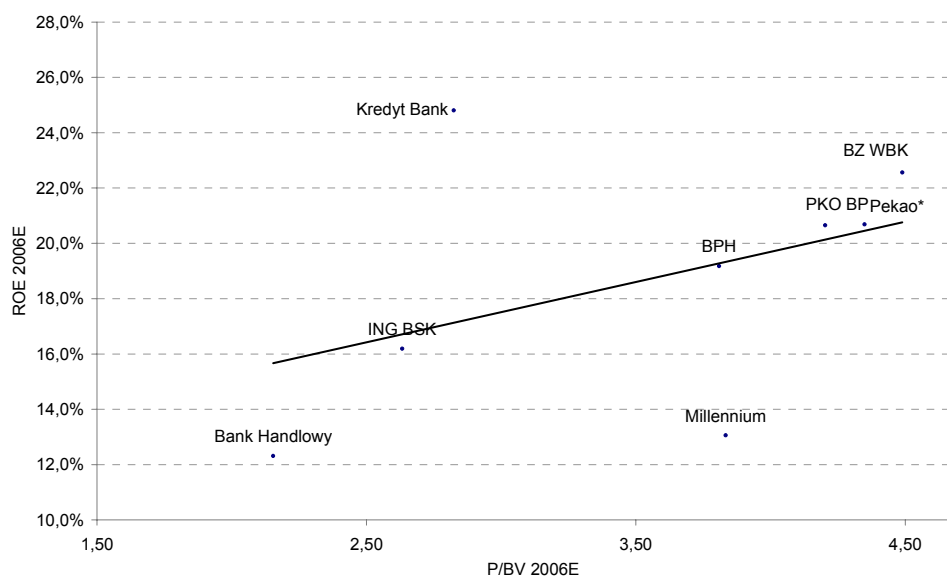
	P/BV		P/E	
	2007P	2008P	2007P	2008P
BPH*	3,60	3,52	18,66*	16,94
BZ WBK	3,73	3,35	17,72	15,37
Bank Handlowy	2,15	2,09	19,40	16,62
ING BSK	2,51	2,35	17,55	15,49
Kredyt Bank	2,59	2,28	20,17	15,64
Millennium	3,48	3,07	22,86	16,80
Pekao	4,06	3,78	18,69	16,29
Średnia	3,2	2,9	19,3	16,2
Medaina	3,5	3,1	18,7	16,3
Wagi	10%	5%	45%	40%
Wskaźniki PKO BP	3,9	3,5	18,3	16,0
Premia/dyskonto do średniej	23,8%	18,4%	-5,0%	-0,9%
Premia/dyskonto do mediany	12,5%	12,7%	-1,9%	-1,6%
BVPS PKO BP	11,53	13,05		
EPS PKO BP			2,46	2,81
Wycena według średniej	36,43	38,10	47,47	45,50

Źródło: DI BRE Banku, banki

\* P/E skorygowany;

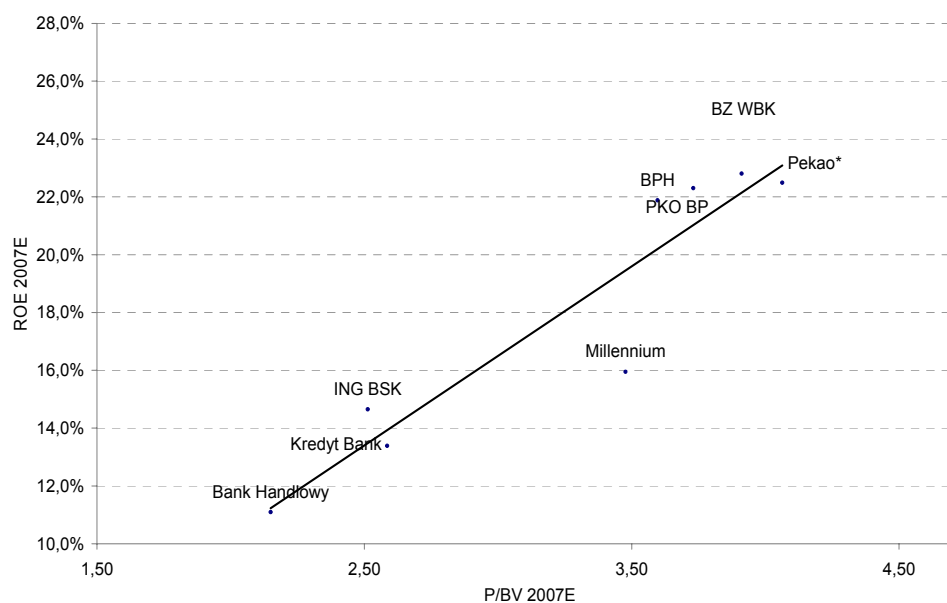
Wyceniamy jedną akcję metodą porównawczą na 45,11 PLN/akcję banku PKO BP.

### P/BV vs. ROE (2006)



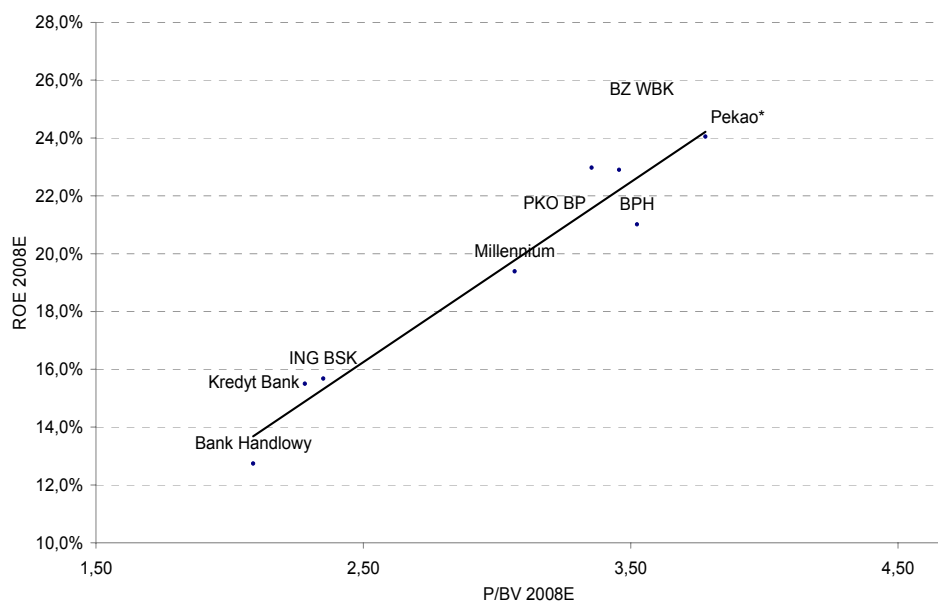
Źródło: DI BRE Banku, banki  
\* na podstawie prognoz dla Pekao bez uwzględniania fuzji

### P/BV vs. ROE (2007P)



Źródło: DI BRE Banku, banki  
\* na podstawie prognoz dla Pekao bez uwzględniania fuzji

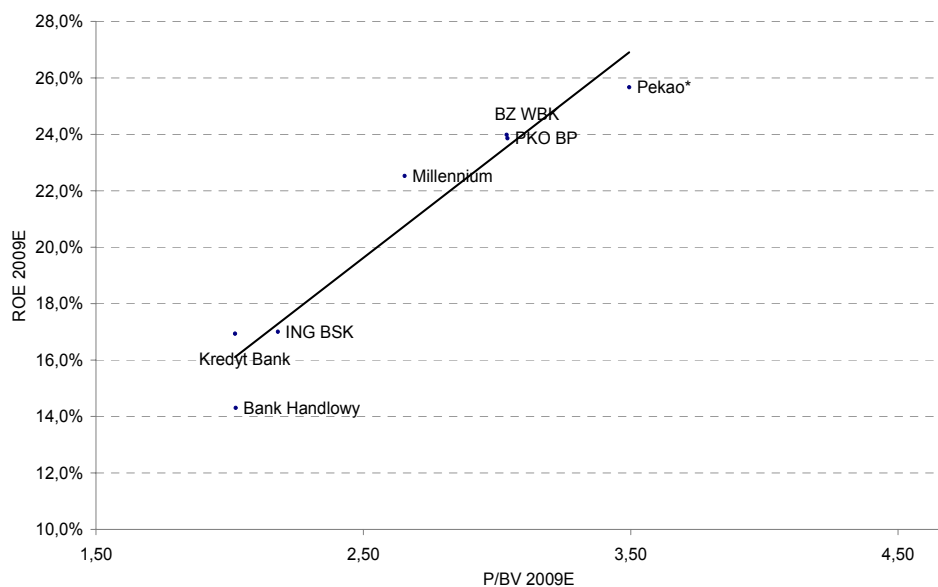
### P/BV vs. ROE (2008P)



Źródło: DI BRE Banku, banki

\* na podstawie prognoz dla Pekao bez uwzględniania fuzji

### P/BV vs. ROE (2009P)



Źródło: DI BRE Banku, banki

\* na podstawie prognoz dla Pekao bez uwzględniania fuzji

## Podsumowanie wyceny

### Podsumowanie wyceny (PLN/akcję)

Gordon	37,56
Porównawcza	45,11
Średnia	41,34
TP 9M	44,51

Źródło: DI BRE Banku, banki

Wyceniamy 1 akcję PKO BP w horyzoncie 9 miesięcy na 44,5 PLN/akcję i przy obecnym poziomie cen zalecamy trzymanie akcji w portfelu.



**RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT PKO BP (mIn PLN, MSR)**

	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody odsetkowe netto	3 513	3 544	3 785	4 367	5 009	5 695
Przychody odsetkowe	5 310	5 662	5 548	6 287	7 070	7 889
Koszty odsetkowe	-1 798	-2 118	-1 762	-1 920	-2 060	-2 194
Przychody pozaodsetkowe	1 994	2 155	2 255	2 608	2 896	3 168
Wynik z prowizji	1 583	1 218	1 740	2 042	2 308	2 556
Wynik z pozycji wymiany	473	612	544	566	589	612
Wynik z działalności finansowej i inwestycyjnej	-63	325	-30	0	0	0
Wynik na działalności bankowej	5 506	5 699	6 040	6 975	7 906	8 863
Inne przychody operacyjne netto	452	767	720	684	650	618
Przychody bankowe ogółem	5 958	6 466	6 760	7 660	8 556	9 481
Koszty nieodsetkowe, w tym:	-3 942	-4 161	-4 044	-4 224	-4 559	-4 751
Koszty osobowe	-1 943	-2 053	-2 268	-2 359	-2 448	-2 533
Amortyzacja	-518	-467	-318	-334	-504	-529
Inne koszty	-1 482	-1 642	-1 458	-1 531	-1 608	-1 688
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	2 017	2 305	2 716	3 435	3 996	4 730
Saldo rezerw	-169	-161	-7	-296	-399	-475
Udział w zyskach/stratach jednostek stowarzyszonych	22	24	0	0	0	0
Zysk brutto	1 870	2 167	2 709	3 140	3 597	4 255
Podatek dochodowy	-362	-411	-527	-597	-684	-808
Zyski udziałowców mniejszościowych	-2	-21	-64	-83	-99	-119
Zysk netto	1 507	1 735	2 119	2 460	2 815	3 327
Dywidendy wypłacone	1 000	800	977	1 135	1 298	1 534

**WSKAŹNIKI RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT**

Marża odsetkowa netto (aktywa ogółem)	4,1%	4,0%	3,9%	4,1%	4,3%	4,6%
Marża odsetkowa netto (aktywa pracujące)	4,4%	4,2%	4,2%	4,4%	4,6%	4,8%
Spread odsetkowy	4,2%	4,0%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%
Koszty / Przychody	66,2%	64,4%	59,8%	55,1%	53,3%	50,1%
Koszty / Aktywa	4,6%	4,7%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%
Koszty osobowe / Przychody	32,6%	31,7%	33,5%	30,8%	28,6%	26,7%
Saldo rezerw / Zysk operacyjny	-8,4%	-7,0%	-0,2%	-8,6%	-10,0%	-10,0%
Saldo rezerw / Kredyty ogółem	-0,4%	-0,3%	0,0%	-0,4%	-0,5%	-0,5%
Przychody pozaodsetkowe / P. ogółem	41,0%	45,2%	44,0%	43,0%	41,5%	39,9%
Zysk operacyjny / Aktywa	2,4%	2,6%	2,8%	3,2%	3,5%	3,8%
ROE	19,8%	19,8%	22,6%	22,8%	22,9%	23,9%
ROA	1,8%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,7%

**ROCZNA STOPA WZROSTU**

Zysk netto	26,5%	15,2%	22,1%	16,1%	14,4%	18,2%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	4,5%	14,3%	17,8%	26,5%	16,3%	18,4%
Przychody bankowe ogółem	6,0%	8,5%	4,6%	13,3%	11,7%	10,8%
Wynik odsetkowy netto	1,5%	0,9%	6,8%	15,4%	14,7%	13,7%
Przychody pozaodsetkowe	13,1%	19,4%	1,8%	10,7%	7,7%	6,7%
Koszty nieodsetkowe	6,7%	5,6%	-2,8%	4,4%	7,9%	4,2%

**BILANS PKO BP (mln PLN, MSR)**

	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3 525	3 895	4 628	5 562	3 841	1 953
Należności od sektora finansowego	13 232	12 663	13 431	9 949	6 338	2 382
Dłużne papiery wartościowe	23 828	22 792	18 522	16 670	15 836	15 044
Kredyty i pożyczki	40 037	46 875	58 939	72 451	87 034	102 959
Akcje, udziały, pochodne	1 519	1 322	1 314	1 380	1 449	1 521
Aktywa trwałe	3 153	3 332	3 599	3 707	4 374	4 156
Inne aktywa	660	734	813	854	897	942
Razem aktywa	85 954	91 613	101 246	110 572	119 768	128 957
Zobowiązania wobec sektora finansowego	999	2 084	4 194	4 614	5 075	5 583
Depozyty	73 096	76 748	82 900	89 532	95 799	101 547
Wyemitowane papiery wartościowe	21	68	44	39	35	32
Otrzymane pożyczki podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Inne zobowiązania, w tym zobowiązania finansowe	2 980	3 938	3 952	4 743	5 691	6 830
Kapitały własne	8 792	8 731	10 048	11 531	12 048	13 841
Kapitał zakładowy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Razem pasywa	85 954	91 613	101 246	110 572	119 768	128 957

Udział kredytów nieregularnych w kredytach ogółem	9,0%	6,8%	4,4%	4,0%	3,7%	3,6%
Kredyty nieregularne / Aktywa	4,4%	3,7%	2,7%	2,7%	2,8%	3,0%
Rezerwy / Kredyty nieregularne	69,5%	85,7%	84,4%	86,7%	89,0%	89,8%
Rezerwy / Kredyty ogółem	6,3%	5,8%	3,7%	3,4%	3,3%	3,2%
Rezerwy / Aktywa	3,1%	3,1%	2,3%	2,3%	2,5%	2,7%

**ANALIZA AKTYWÓW**

Kapitały własne / Aktywa	10,2%	9,5%	9,9%	10,4%	10,9%	11,5%
Kredyty / Aktywa	46,6%	51,2%	58,2%	65,5%	72,7%	79,8%
Depozyty / Aktywa	85,0%	83,8%	81,9%	81,0%	80,0%	78,7%
Kredyty / Depozyty	54,8%	61,1%	71,1%	80,9%	90,8%	101,4%
Stopa wzrostu kredytów	4,3%	17,1%	25,7%	22,9%	20,1%	18,3%
Stopa wzrostu depozytów	2,2%	5,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%
Stopa wzrostu aktywów	1,7%	6,6%	10,5%	9,2%	8,3%	7,7%



### Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

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

### Analicycy:

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42  
[andrzej.lis@dibre.com.pl](mailto:andrzej.lis@dibre.com.pl)  
IT

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01  
[krzysztof.radojewski@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.radojewski@dibre.com.pl)  
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Handel, surowce, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88  
[jacek.borawski@dibre.com.pl](mailto:jacek.borawski@dibre.com.pl)  
Analiza techniczna

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Wicedyrektor  
[grzegorz.domagala@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.domagala@dibre.com.pl)

### Sprzedawcy:

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

### Maklerzy:

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

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

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54  
[joanna.niedziela@dibre.com.pl](mailto:joanna.niedziela@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych 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 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	Redukuj	Redukuj	Redukuj	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj	Redukuj
data wydania	2006-07-10	2006-08-04	2006-08-17	2006-11-13	2006-12-05	2006-12-11	2007-01-09
kurs z dnia rekomendacji	38.00	38.00	38.50	41.20	45.70	48.50	48.00
WIG w dniu rekomendacji	42875.60	43507.40	43402.61	49032.64	51680.97	52166.51	50477.49