

Pekao

poprzednia rekomendacja: *neutralnie*

neutralnie

Cena (04/08/2006) 201.0

Cena docelowa 206.2

Bank BPH

poprzednia rekomendacja: *akumuluj*

akumuluj

Cena (04/08/2006) 780.0

Cena docelowa 866.1

Dynamika wzrostów utrzymana

Wyniki Pekao oraz Banku BPH, osiągnięte w II kwartale były bardzo dobre i wyższe niż oczekiwania inwestorów. W tym okresie Pekao wypracował 447 mln PLN (+13.2% r/r), Bank BPH - 324 mln PLN (+29.7%). Analizując rezultaty obu banków stwierdzamy, iż nieznacznie lepiej zaprezentował się Bank BPH na co złożyły się większe przyrosty najważniejszych pozycji rachunku zysków i strat, wyższa dynamika wzrostu wolumenów przy utrzymaniu bezpiecznego poziomu rezerw. Obecnie bank ten rozwija się szybciej niż większy konkurent, co przy aktualnym poziomie cenowym obu spółek pozwala z optymizmem oczekiwać korzystnego potraktowania jego akcjonariuszy przy ustalaniu sposobu przeprowadzenia fuzji z Pekao. Mając to na uwadze, rekomendujemy przeważanie Banku BPH kosztem Pekao.

Wciąż brak szczegółów

Pomimo upływu czasu, wciąż nieznanne są szczegóły połączenia Banku BPH oraz Pekao. Obie spółki ujawniają jedynie mało istotne dane na poziomie operacyjnym. Kwestie techniczne (sposób dokonania fuzji czy podziału BPH oraz ewentualnej wymiany akcji), które najbardziej interesują inwestorów, nie są w dalszym ciągu znane. Obawa inwestorów, iż posiadacze akcji Banku BPH zostaną pokrzywdzeni w trakcie połączenia (tj. ich udział w nowym banku będzie mniejszy, niż wynikałoby to z rezultatów BPH w porównaniu z Pekao czy siły rynkowej i wyższej dynamiki wzrostu) sprawia, że bank jest notowany obecnie z dyskontem w stosunku do większego konkurenta. Naszym zdaniem ryzyko z tym związane nie jest duże i uważamy, że niższa wycena BPH jest nieuzasadniona.

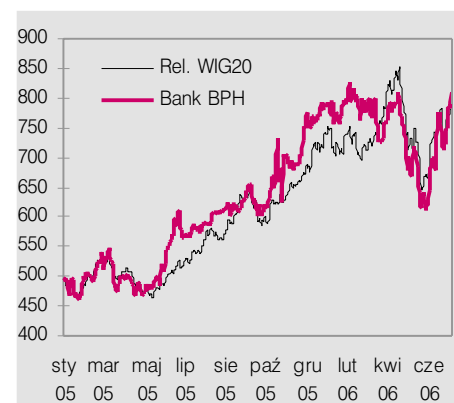
Spółka	P/BV 2005	P/WO 2006p	P/WO 2007p	P/E 2006p	P/E 2007p
Pekao	4.2	15.3	14.5	20.5	19.2
Bank BPH	3.7	13.4	12.2	19.7	17.8
Dyskonto	-12%	-13%	-16%	-4%	-7%

Prognozy Millennium DM

Ostrożny optymizm

Obecnie UniCredito posiada większy udział w Banku BPH (71%) niż w Pekao (53%). Bazując na najbardziej powszechnej metodzie wyceny i określania parytetów pomiędzy łączącymi się bankami (metoda aktywów netto) Bank BPH jest notowany z dyskontem w stosunku do Pekao (patrz wykres na 2 stronie niniejszego raportu). Jednocześnie, wykazuje on obecnie wyższą dynamikę przychodów i zysków, szybszy wzrost wolumenów oraz jest efektywniejszy kosztowo - jednym słowem jest bankiem sprawniej zarządzanym niż większy konkurent i tańszym. Dodatkowo, na mocy porozumienia pomiędzy UniCredito a rządem istnieje opcja, iż akcjonariusze BPH mogą skorzystać na zyskowej sprzedaży części biznesu bankowego (200 placówek + centrala) innemu podmiotowi. Jest to jednak uzależnione od sposobu przeprowadzenia połączenia pomiędzy oboma bankami. Uważamy też, iż UniCredito będzie chciał uniknąć starcia z mniejszościowymi akcjonariuszami Banku BPH, którzy już obecnie mają mu za złe zamieszanie związane z przejęciem przez UCI kontroli nad BPH. Wspomniane wyżej czynniki są naszym zdaniem przesłankami do przeważania Banku BPH nad Pekao.

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19 października 2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.



Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

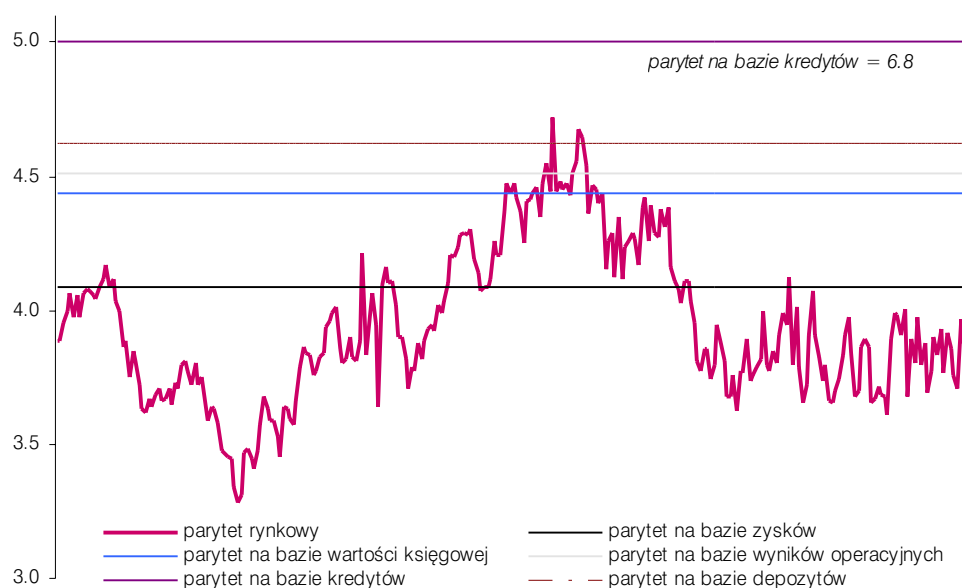
Skonsolidowane wyniki Pekao

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	26 740	29 051	8.6%			
Depozyty	45 994	49 866	8.4%			
Wynik odsetkowy	590	573	-2.9%	1 132	1 144	1.0%
Wynik z tytułu prowizji	381	469	23.0%	748	929	24.2%
Dochody	1 153	1 199	3.9%	2 249	2 366	5.2%
Koszty	-629	-604	-3.9%	-1 258	-1 220	-3.0%
Wynik operacyjny	525	595	13.4%	991	1 147	15.8%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	-65	-51	-21.4%	-129	-110	-14.7%
Zysk netto	395	447	13.2%	727	865	18.9%

Skonsolidowane wyniki Banku BPH

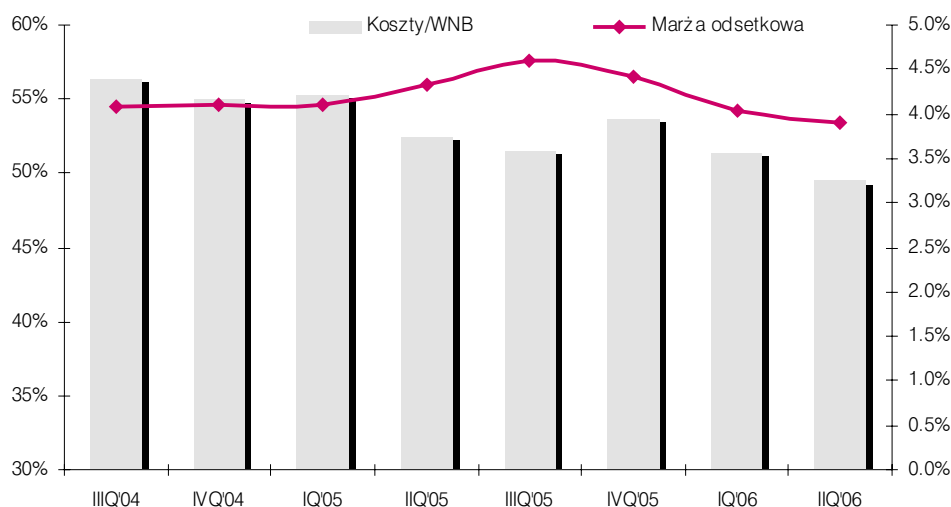
	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	30 638	34 240	11.8%			
Depozyty	36 120	39 869	10.4%			
Wynik odsetkowy	493	547	11.0%	968	1 067	10.3%
Wynik z tytułu prowizji	241	345	43.3%	471	661	40.3%
Dochody	751	873	16.3%	1 494	1 722	15.3%
Koszty	-381	-403	5.7%	-785	-810	3.2%
Wynik operacyjny	370	470	27.2%	709	912	28.7%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	-55	-67	21.8%	-135	-137	1.7%
Zysk netto	250	324	29.7%	455	609	33.8%

Analiza parytetów ewentualnej wymiany akcji Pekao/Bank BPH

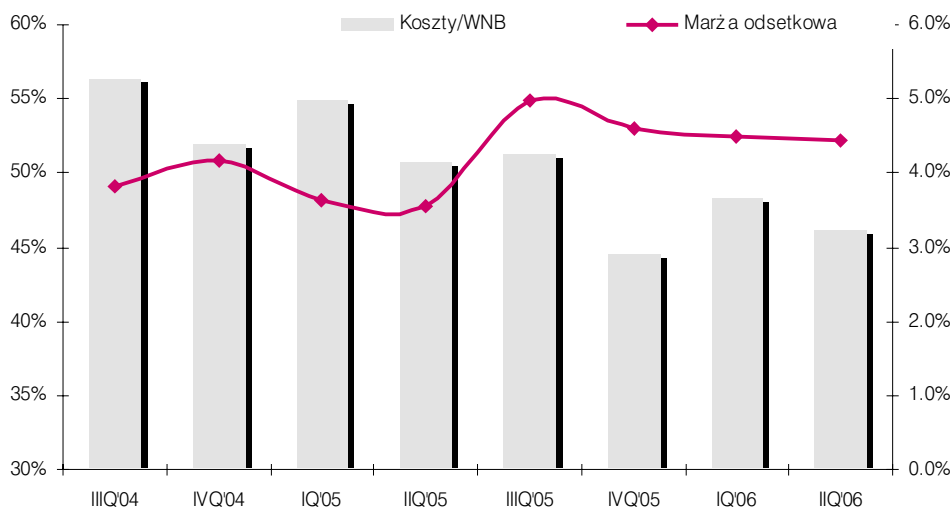


Źródło: Millennium DM

Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w Banku Pekao



Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w Banku BPH

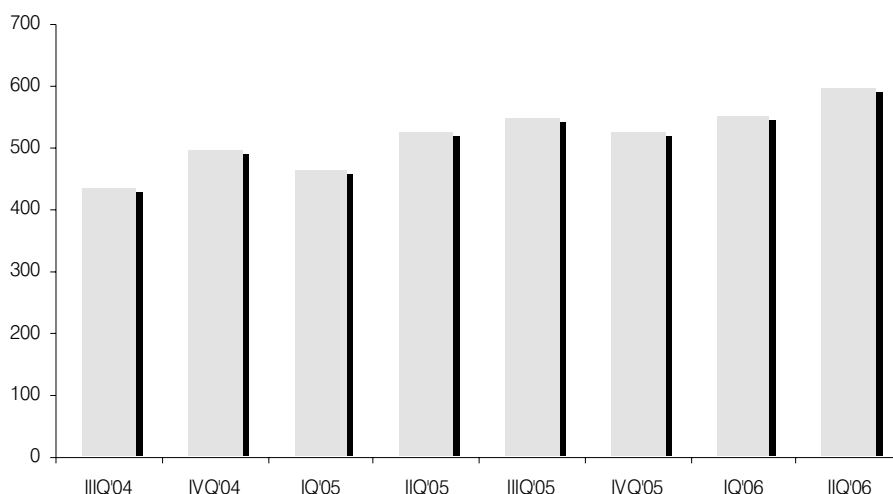


Źródło: Millennium DM

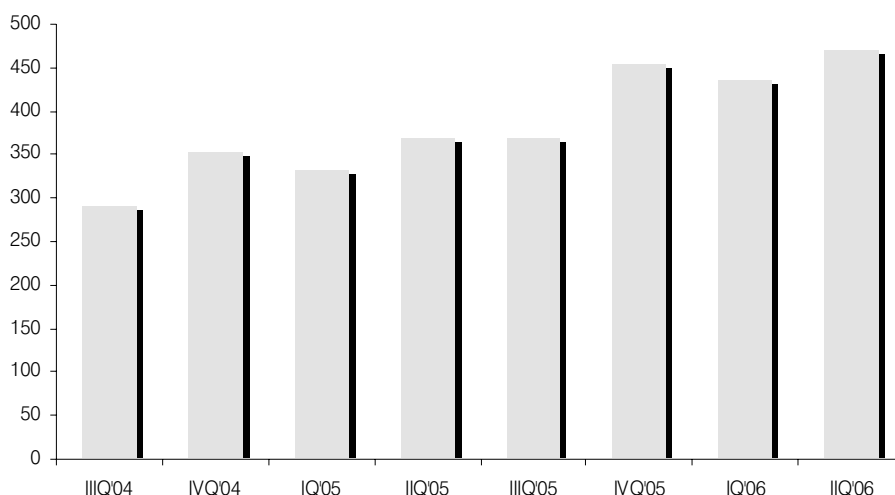
Wzrost przychodów

Wyniki operacyjne obu banków, osiągnięte w II kwartale były rekordowe. Obie spółki zanotowały znaczny przyrost dochodów prowizyjnych (Pekao oraz Bank BPH odpowiednio +23.0% i +43.3%). Silniejszy wzrost wolumenów sprawił, że pomimo spadku zysków z papierów skarbowych, Bank BPH odnotował wzrost dochodów odsetkowych (+11.0% r/r). Analogiczny wskaźnik spadł w Pekao (-2.9% r/r). Wciąż wysokie pozostają marże odsetkowe w obu bankach - 4% w Pekao oraz 4.4% w Banku BPH.

Wynik operacyjny w Banku Pekao (mln PLN)



Wynik operacyjny w Banku BPH (mln PLN)

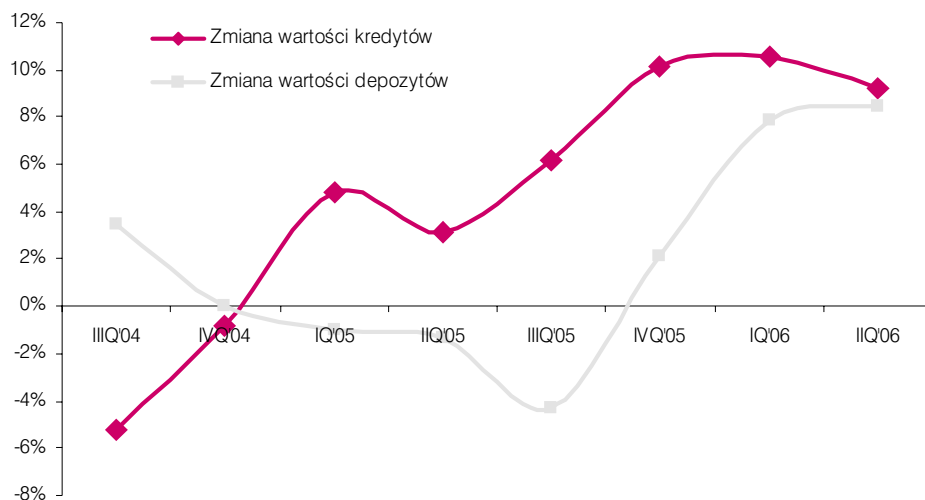


Źródło: Millennium DM

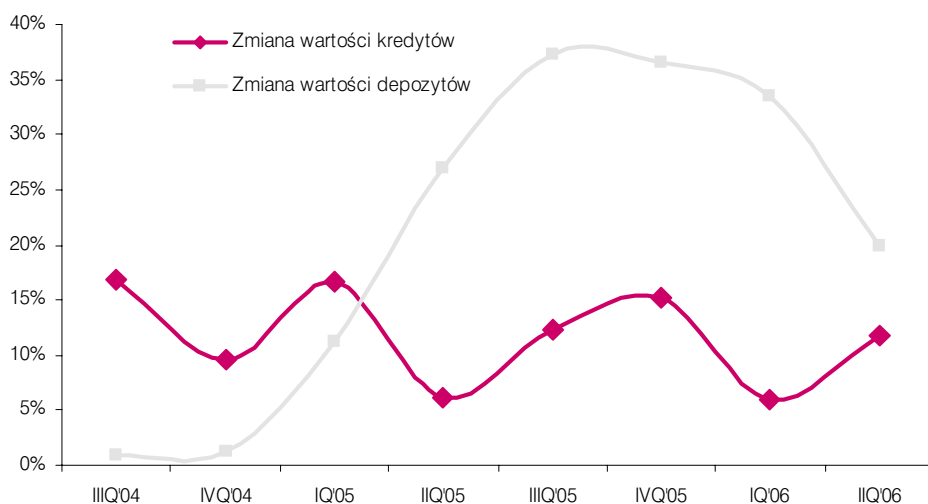
Koszty pod kontrolą

Po raz kolejny oba banki mogą pochwalić się dobrą kontrolą kosztów. Bez uwzględnienia pozycji pozaoperacyjnych, wydatki w Pekao oraz Banku BPH wzrosły odpowiednio o 1% oraz 5.7%. Wyższy wskaźnik wzrostu wydatków w Banku BPH wiąże się z przeprowadzanym aktualnie programem rozwoju sieci placówek oraz wypłatami premii dla pracowników. Współczynnik koszty/dochody w tej spółce pozostaje jednak w dalszym ciągu najniższy na rynku (46.1% w II kwartale, spadek o 4.6pp w ciągu roku). Nieco wyższy - 49.5% (poprawa w stosunku do II kwartału 2005 o 2.9%) wskaźnik wykazuje Pekao. Obie spółki należą do liderów pod względem efektywności działania, utrzymując wskaźnik koszty/dochody na niskich poziomach poniżej 50%.

Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w Banku Pekao (r/r)



Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w Banku BPH (r/r)

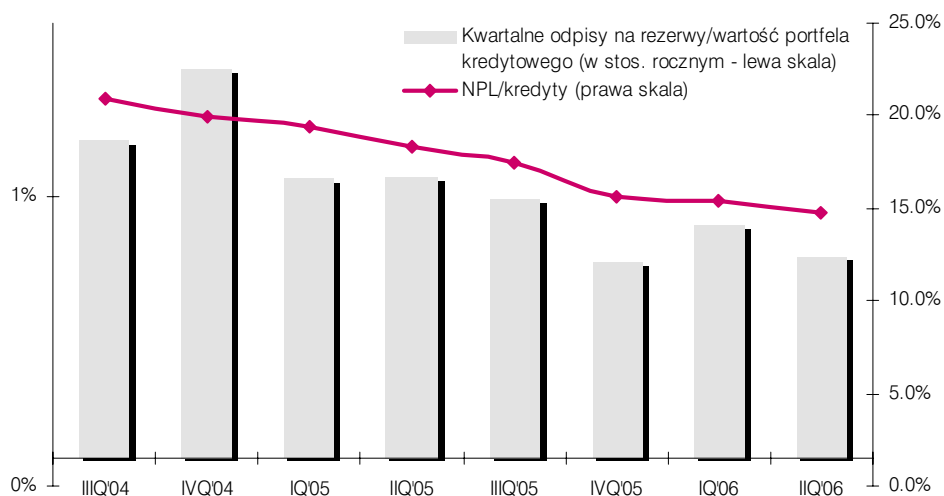


Źródło: Millennium DM

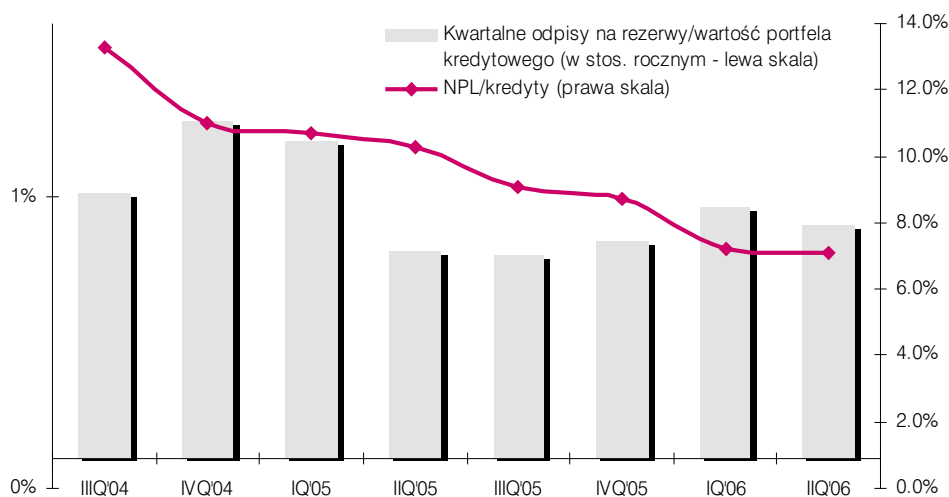
Przyrosty wolumenów

Obie spółki zanotowały umiarkowanie wysokie przyrosty wolumenów (od 8-11% w zależności od wskaźnika). Najsilniej rosnącą pozycją są, podobnie jak we wcześniejszych okresach kredyty hipoteczne (+38% w Banku BPH, + 41.4% w Pekao)- po zaprzestaniu udzielania kredytów walutowych przez Bank BPH, obie spółki konkurują obecnie na rynku kredytów złotych. W obu bankach, pomimo stosunkowo silnego wzrostu depozytów, wzrasta znaczenie środków lokowanych w TFI (aktywa TFI BPH wzrosły ponad 3-krotnie do poziomu 5.8 mld PLN, aktywa Pioneer TFI zwiększyły się o 23.2% do poziomu ponad 20 mld PLN).

Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w Banku Pekao



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w Banku BPH



Źródło: Millennium DM

Poprawa jakości portfela kredytowego

Podobnie jak w innych bankach, również w Pekao i BPH obserwujemy poprawę jakości portfela kredytowego. Udział należności nieregularnych w portfelu spadł do poziomu 7.1% w Banku BPH (-3.2pp r/r) oraz do 14.8% (-3.5pp r/r) w Pekao. Obie spółki kontynuują politykę stosunkowo wysokich rezerw - odpisy w II kwartale wyniosły 0.7% (Pekao) i 0.8% (Bank BPH) wartości portfela kredytów w stosunku rocznym. Z dotychczas opublikowanych wyników były to najwyższe wskaźniki w sektorze, co wraz z wysokim pokryciem NPL rezerwami (prawie 90% w Pekao, ponad 65% w Banku BPH) pozwala stwierdzić, iż ryzyko portfela w tych bankach jest obecnie najniższe w sektorze.

Rachunek wyników (mln PLN) - Pekao

	2005	2006p	2007p
przychody z tytułu odsetek	3 872	3 724	3 888
koszty odsetek	1 521	1 386	1 480
wynik z tytułu odsetek	2 350	2 338	2 407
pozostałe przychody			
z tyt. prowizji	1 587	1 860	1 967
inne	405	359	379
wynik na działalności bankowej	4 342	4 558	4 753
wynik pozaoperacyjny	71	72	72
koszty działalności wraz z amortyzacją	2 346	2 349	2 414
wynik operacyjny	2 067	2 280	2 411
saldo rezerw	-237	-239	-222
zysk przed opodatkowaniem	1 829	2 041	2 190
podatek	339	388	416
zysk netto	1 538	1 702	1 825
EPS	9.2	10.2	11.0

Bilans (mln PLN) - Pekao

	2005	2006p	2007p
kasa, środki w banku centralnym	3 575	3 345	3 485
należności od instytucji finansowych	6 966	7 478	9 249
należności od klientów	28 980	30 776	32 561
papiery dłużne	19 274	21 123	20 873
majątek trwały	1 442	1 457	1 486
wnip	645	678	712
inne aktywa	1 100	1 154	1 210
aktywa razem	61 982	66 011	69 575
zobowiązania wobec banku centralnego	1 951	1 853	1 761
zobowiązania wobec instytucji fin.	1 997	6 040	7 144
zobowiązania wobec klientów	46 848	47 785	49 792
fundusze specjalne i inne pasywa	2 670	1 539	1 616
rezerwy	109	115	120
kapitał własny, w tym:	8 407	8 680	9 143
zysk netto	1 538	1 702	1 825
pasywa razem	61 982	66 011	69 575
BVPS	50.5	52.1	54.9

p - prognoza Millennium DM S.A.

Rachunek wyników (mln PLN) - Bank BPH

	2005	2006p	2007p
przychody z tytułu odsetek	3 812	3 507	3 791
koszty odsetek	1 837	1 479	1 620
wynik z tytułu odsetek	1 975	2 028	2 171
pozostałe przychody			
z tyt. prowizji	1 023	1 214	1 256
inne	86	88	91
wynik na działalności bankowej	3 084	3 330	3 518
wynik pozaoperacyjny	16	17	18
koszty działalności wraz z amortyzacją	1 535	1 586	1 615
wynik operacyjny	1 565	1 760	1 921
saldo rezerw	-255	-267	-271
zysk przed opodatkowaniem	1 299	1 482	1 639
podatek	263	282	311
zysk netto	1 027	1 193	1 319
EPS	35.8	41.5	45.9

Bilans (mln PLN) - Bank BPH

	2005	2006p	2007p
kasa, środki w banku centralnym	1 746	1 788	1 886
należności od instytucji finansowych	11 769	12 858	14 731
należności od klientów	31 889	34 759	37 539
papiery dłużne	10 412	13 289	13 652
majątek trwały	979	1 009	1 039
wnip	321	337	354
inne aktywa	764	786	810
aktywa razem	57 880	64 826	70 012
zobowiązania wobec banku centralnego	89	90	91
zobowiązania wobec instytucji fin.	5 489	9 481	11 953
zobowiązania wobec klientów	37 305	39 729	41 914
fundusze specjalne i inne pasywa	7 977	8 104	8 235
rezerwy	611	641	673
kapitał własny, w tym:	6 410	6 780	7 145
zysk netto	1 027	1 193	1 319
pasywa razem	57 880	64 826	70 012
BVPS	223.2	236.1	248.8

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

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

Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,
handel

Michał Buczyński

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

Analityk

telekomunikacja, chemia,
metale, przemysł mięsny

Piotr Her

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

Analityk

media, hotele, motoryzacja,
przemysł spożywczy, budownictwo

Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych
+22 598 26 05
adam.zajler@millenniumdm.pl

Analityk

informatyka, Internet

Łukasz Hejak

+22 598 26 27
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

Asystent

Radostaw Łukaszczyk

+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl

Asystent

Łukasz Kolańczowski

+22 598 26 59
lukasz.kolaczowski@millenniumdm.pl

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

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

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Krzysztof Pełka

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

Marek Przytuła

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

Leszek Iwaniec

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

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

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

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

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Bank BPH	Akumuluj	11 kwi 06	724.00
Pekao	Neutralnie	20 lut 06	181.00
Pekao	neutralnie	17 maj 06	201.0

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy*