

## PKO BP

### Szybki wzrost kredytów

Wyniki osiągnięte w II kwartale przez PKO BP były wyższe niż nasze oczekiwania. Sprawdziły się nasze prognozy odnośnie strat na portfelu obligacji posiadanych przez bank, nieoczekiwanie jednak spółka wykazała niższe koszty niż w ubiegłym roku oraz stosunkowo wysokie, dodatnie saldo rezerw. Czynniki te spowodowały, iż PKO BP wypracował w tym okresie zysk netto na poziomie 509 mln PLN, co stanowiło wzrost w stosunku do analogicznego kwartału ubiegłego roku o 7.9%. Biorąc pod uwagę naszą wycenę akcji banku oraz dostrzegając niebezpieczeństwo wyższych rezerw pod koniec roku, podtrzymujemy rekomendację neutralnie na walory spółki pomimo jej szybszego rozwoju niż ma to miejsce u głównych konkurentów.

poprzednia rekomendacja: neutralnie

## neutralnie

Cena (17/08/2006)	37.6
<b>Cena docelowa</b>	<b>37.2</b>

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Suma przychodów netto*	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	ROA (%)	ROE (%)
2004	3 515	1 583	5 508	2 017	1 507	1.5	0.0	8.7	25.0	4.3	66.2	1.7	19.9
2005	3 587	1 218	5 709	2 256	1 759	1.8	1.0	8.7	21.4	4.3	64.8	2.0	20.2
2006p	3 595	1 631	5 797	2 509	1 986	2.0	0.8	9.9	18.9	3.8	62.1	2.1	21.3
2007p	3 680	1 715	6 045	2 745	2 147	2.1	1.1	11.0	17.5	3.4	60.3	2.1	20.6
2008p	3 774	1 794	6 250	2 998	2 322	2.3	1.3	12.0	16.2	3.1	58.0	2.2	20.2

prognozy Millennium DM, mln PLN, \* rok 2004 - WNB, lata 2005-2008 - wynik odsetkowy, prowizyjny, przychody z tyt. dywidend, działalność handlowa, wyniki 2004 - PSR, 2005-2008 - MSSF

### Wzrost przychodów

Przychody PKO BP wzrosły w II kwartale o 1.2% r/r (wraz z pozostałymi przychodami operacyjnymi). Najsilniej rosnącą pozycją dochodów były prowizje - w ciągu roku zwiększyły się one aż o 19.7%, głównie wskutek zmiany w tabeli opłat (PKO BP wziął przykład z Pekao sprzed kilku lat i sukcesywnie podwyższa prowizje i opłaty od klientów, licząc na ich niską elastyczność cenową). Wzrost akcji kredytowej umożliwił także przyrost wyniku odsetkowego (+2.6% r/r), przy utrzymaniu marży odsetkowej w wysokości ok. 4.2%. O prawie 100% wzrosło saldo pozostałych przychodów operacyjnych, które odmiennie niż w innych bankach stanowi ważne źródło dochodów spółki. Wyniki operacyjne banku byłyby wyższe, gdyby nie straty poniesione przez spółkę na rynku pieniężnym i kapitałowym (strata z wyceny portfela w II kwartale wyniosła 46.7 mln PLN, podczas gdy w ubiegłym roku bank zanotował zysk na tej pozycji w wys. ponad 105 mln PLN)

### Stabilizacja współczynnika koszty/dochody

Silniejszy wzrost przychodów banku niż kosztów działalności sprawił, że współczynnik koszty/dochody obniżył się w II kwartale w stosunku do ubiegłego roku o 1.2pp do poziomu 61.2% (niewielki wzrost w stosunku do I kwartału) i zbliża się do wskaźników obserwowanych u głównych konkurentów (<60%). Rezultatem wzrostu efektywności działania banku był prawie 4% przyrost wyniku operacyjnego r/r.

### Wzrost wolumenów

Podobnie jak we wcześniejszych okresach, w II kwartale obserwujemy kontynuację wzrostowej tendencji wolumenów. Najsilniej rosnącą pozycją pozostają kredyty mieszkaniowe (+33.1% r/r) oraz pozostałe kredyty detaliczne (+23.5%). Wzrosła także korporacyjna część portfela (+17.7%). Na tym tle niepozornie prezentuje się wzrost bazy depozytowej w spółce (7.4%), biorąc jednak pod uwagę pozycję lidera, jaką dzierży spółka w tym segmencie rynku, rezultat ten należy uznać za zadowalający.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	40.6/26.4		
Liczba akcji (mln)	1000.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	37 600		
Kapitał własny (mln PLN)	8 458		
Free float (mln PLN)	9 220		
Średni obrót (mln PLN)	43.5		
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa		
% akcji, % głosów	51/51		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	5.9	3.4	38.0
Zmiana rel. WIG (%)	-0.5	6.9	-0.3

Marcin Materna, CFA

(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

## Skonsolidowane wyniki PKO BP

	II kw '05	II kw '06	%	I-II kw '05	I-II kw '06	%
Kredyty	41 249	52 821	28.1%			
Depozyty	74 477	80 004	7.4%			
Wynik odsetkowy	900	924	2.6%	1 760	1 828	3.9%
Wynik z tytułu prowizji	322	385	19.7%	601	792	31.7%
Dochody	1 637	1 656	1.2%	3 197	3 375	5.6%
Koszty	-1 038	-1 034	-0.4%	-2 016	-2 107	4.5%
Wynik operacyjny	599	622	3.9%	1 181	1 269	7.4%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	-58	32	-155.3%	-88	6	-106.6%
Zysk netto	472	509	8.0%	887	991	11.7%

### Poprawa jakości portfela kredytowego spółki

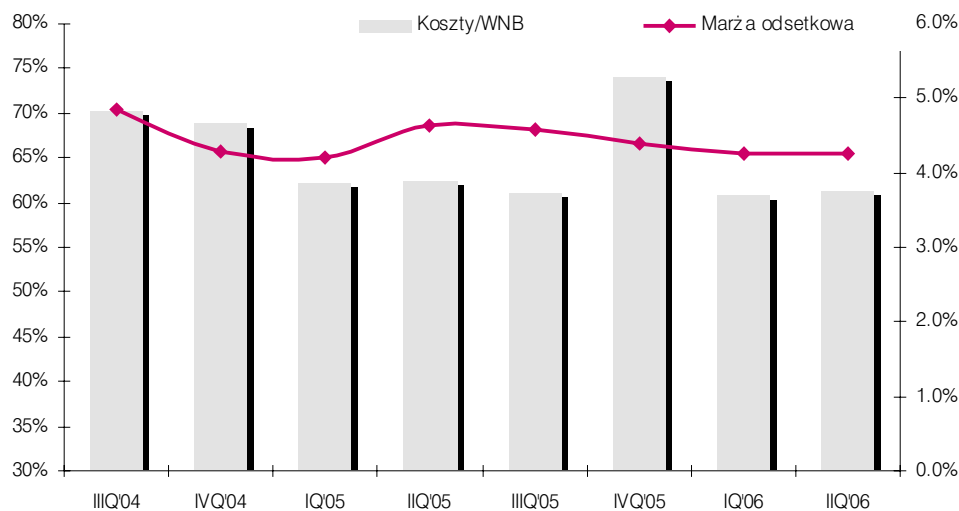
Tendencja stałej poprawy jakości portfela kredytowego, obserwowana w poprzednich kwartałach została utrzymana. Po II kwartale udział kredytów nieregularnych w wartości należności ogółem w PKO BP wyniósł 6.0% (spadek o 2.3pp r/r), co było głównie rezultatem szybkiego wzrostu portfela. Odpis na rezerwy w II kwartale był dodatni i wyniósł 32 mln PLN. Warto zauważyć, iż u głównych konkurentów (Pekao oraz Bank BPH) odpisy z tej pozycji są ujemne (odpowiednio -51 mln PLN i -67 mln PLN).

Podtrzymujemy naszą opinię, iż biorąc pod uwagę wzrost wartości udzielonych kredytów przez PKO BP niski poziom rezerw jest nie do utrzymania w dłuższym okresie. Z niepokojem oczekujemy publikacji wyników IV kwartału, co jak pokazuje historia w innych bankach często przynosi dodatkowe odpisy przez badaniem audytora. Warto tym samym pamiętać, iż rezultaty spółki (poziom zysku netto) nie są do końca porównywalne z konkurentami.

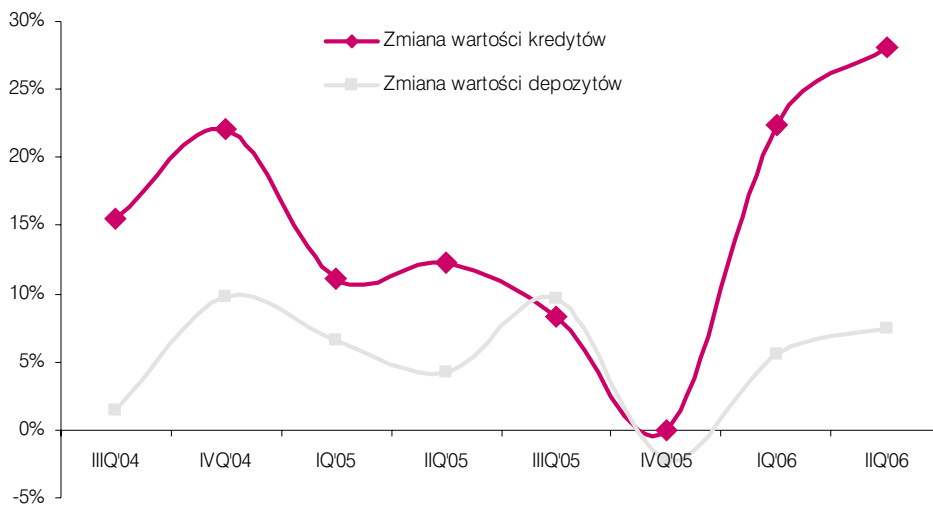
### Rekomendacja neutralnie

Obecnie walory banku notowane są z premią w stosunku do średniej sektora bankowego (współczynniki P/E na lata 2006 i 2007 na poziomie 18.9 i 17.5 przy średniej odpowiednio 17.0 (bez wydarzeń jednorazowych) i 16.4. Jednocześnie, akcje spółki są kwotowane praktycznie na tym samym poziomie co walory największych konkurentów (Pekao, BZ WBK czy Bank BPH). Z jednej strony należy docenić szybki wzrost wolumenów w banku (szczególnie poziom kredytów), możliwości poprawy przychodów (głównie prowizyjnych) oraz perepektywę zwiększenia wyników operacyjnych w II półroczu (obniżenie strat z wyceny portfela obligacji), niepokoi jednak niskie saldo rezerw. Ten ostatni czynnik sprawia, że walory banku - pomimo szybszego tempa wzrostu, cechuje zwiększone ryzyko inwestycyjne niż akcje konkurentów. Biorąc pod uwagę naszą wycenę walorów PKO BP (37.2 PLN), zbliżoną do ich ceny giełdowej, podtrzymujemy neutralną rekomendację na akcje spółki.

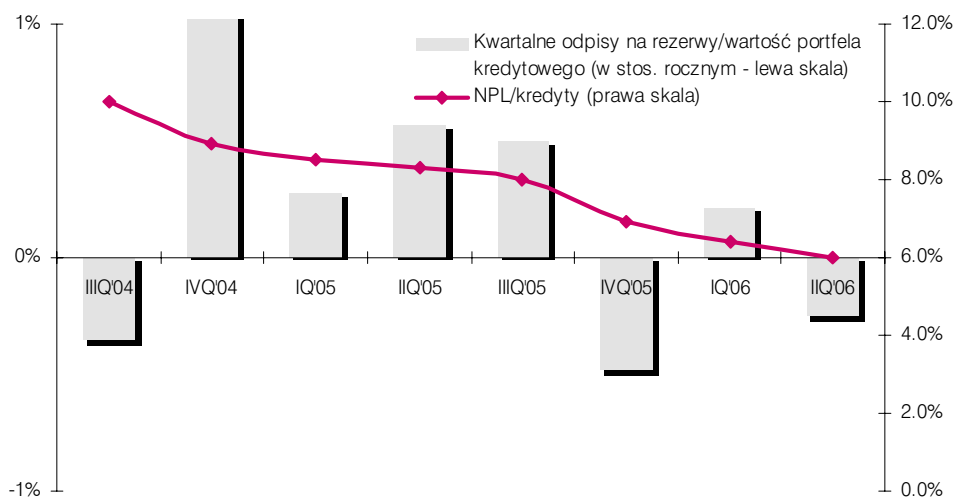
### Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w PKO BP



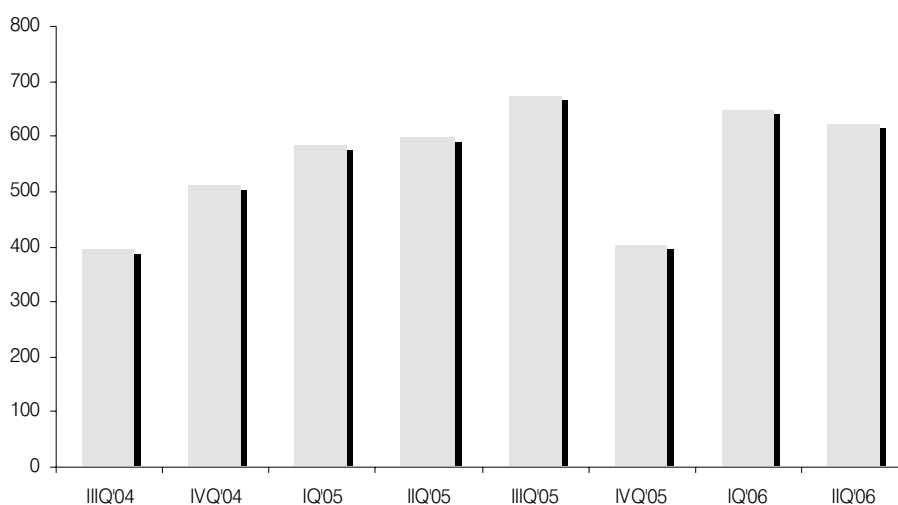
### Dynamika akcji kredytowej i depozytyw w PKO BP (r/r)



### Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w PKO BP



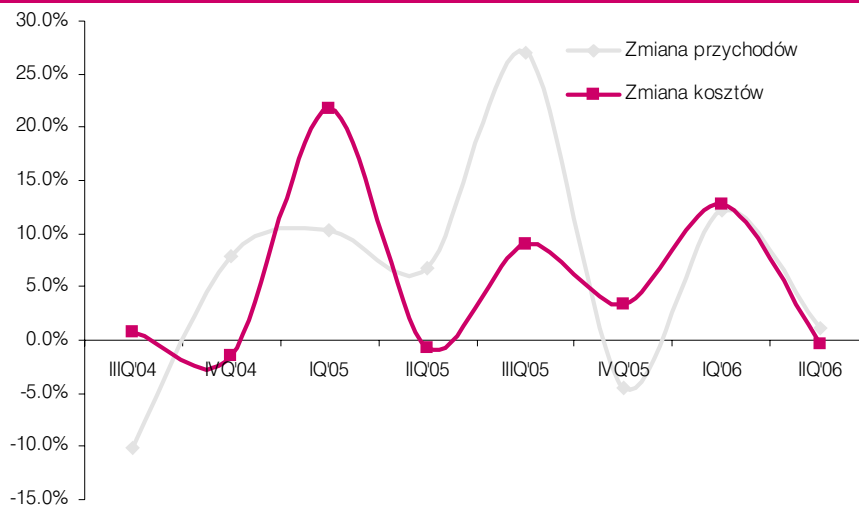
### Wynik operacyjny w PKO BP (mIn PLN)



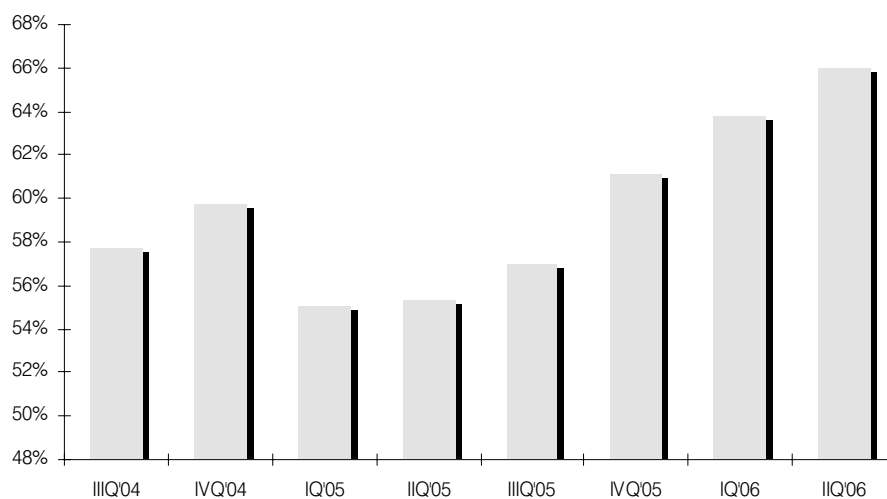
Źródło: Millennium DM

### Zmiana wartości przychodów i kosztów w PKO BP (r/r)

Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych

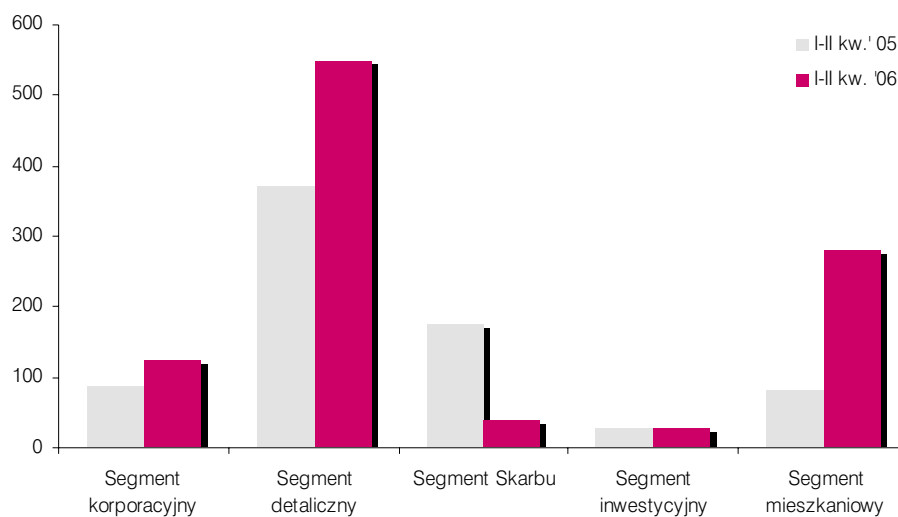


### Współczynnik kredyty/depozyty w PKO BP



### Podział wyników PKO BP ze względu na segmenty działalności

Wynik operacyjny wraz z kosztami ryzyka - mln PLN



Źródło: Millennium DM

# Wycena

## Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę akcji PKO BP. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metodą ROE-P/BV oraz metodą porównawczą. Otrzymana średnia wycena wynosi 37.2 mld PLN, czyli 37.2 PLN na jedną akcję.

### Podsumowanie wyceny akcji PKO BP

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	39.9
Metoda porównawcza - duże banki polskie	34.5
<b>Średnia wycena na 1 akcję</b>	<b>37.2</b>

Źródło: Millennium DM

## Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji PKO BP szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2007-2009 oraz obliczoną przez nas wartość rezydualną wynikającą z określenia właściwego poziomu wskaźnika P/BV w zależności od przewidywanej przez nas stopy zwrotu z kapitałów własnych oraz kosztu kapitału wymaganego przez inwestorów.

Do wyceny przyjmujemy następujące założenia:

- stopa dywidendy - 0.8 PLN w 2006 roku, docelowo 65% zysku netto. Nie jest wykluczone, że wysoki współczynnik wypłacalności (13.2% po I kwartale) będzie czynnikiem, który może skłonić zarząd banku do wypłaty wyższej dywidendy w kolejnych latach,

### Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w PKO BP

	2007p	2008p	2009p	2010p
Stopa procentowa zerokuponowa wolna od ryzyka x-letnia	4.4%	4.8%	5.1%	5.2%
Premia za ryzyko	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Stopa dyskontowa	8.4%	8.8%	9.1%	9.2%
Dywidenda za dany rok (mln PLN)	1092.3	1288.4	1393.0	1491.3
<b>Dywidenda za dany rok (PLN na 1 akcję)</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
<i>Dywidend yield</i>	2.9%	3.4%	3.7%	4.0%
<b>Suma dywidend (PLN na 1 akcję)</b>				<b>5.3</b>
Zdyskontowana wartość dywidendy (mln PLN)	1008.1	1088.8	1074.2	1049.2
<b>Suma zdyskontowanych dywidend (mln PLN)</b>	<b>1008.1</b>	<b>2096.9</b>	<b>3171.1</b>	<b>4220.3</b>
<b>Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)</b>				<b>4.2</b>

Źródło: Millennium DM

- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2009 roku - 5%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5% po roku 2009 jest naszym zdaniem dość konserwatywna. Wraz ze zbliżaniem się Polski do członkostwa w Unii Monetarnej oczekujemy spadku rynkowych stóp procentowych do poziomu, jaki obserwujemy w krajach UM,
- premia za ryzyko po 2009 roku w wysokości 4% (beta = 0.8). Przy wycenie PKO BP zastosowaliśmy standardową premię za ryzyko jaką przyjmujemy dla największych polskich banków (4%). Biorąc pod uwagę kształtowanie się kursów akcji banków na rynku polskim w ciągu ostatnich lat, a także doświadczenia z rynków zagranicznych uważamy, że kursy akcji banków są mniej wrażliwe na koniunkturę giełdową niż inne spółki,
- długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 5%. Wskaźnik zwrotu z kapitałów po 2009 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2009 roku w wysokości 5% można uznać za realną.

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

<b>Wycena PKO BP - metoda ROE-P/BV</b>		<b>2009p</b>
Wartość księgową na koniec 2009 (mln PLN)		13 097
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2009 roku		5.0%
Prognozowane ROE w 2009 roku		19.8%
Prognozowana długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2009 roku		5.0%
Premia za ryzyko		4.0%
Koszt kapitału		9.0%
Prognozowane P/BV (wynikające z działalności bankowej)		3.70
Wartość banku w 2009 roku (mln PLN)		48 471
Stopa dyskontowa za okres 2006-2009		9.2%
Zdyskontowana wartość banku w 2006 roku (mln PLN)		35 632
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2006-2009 (mln PLN)		4 220
<b>Wartość banku (mln PLN)</b>		<b>39 852</b>
<b>Liczba akcji (mln)</b>		<b>1 000</b>
<b>Wycena 1 akcji banku</b>		<b>39.9</b>

Źródło: Millennium DM

#### **Wrażliwość wyceny PKO BP na przyjętą stopę wzrostu i stopę wolną od ryzyka (PLN)**

		<b>Długoterminowa stopa wolna od ryzyka</b>		
<b>wycena 1 akcji banku w PLN</b>		<b>4.5%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.5%</b>
<b>stopa wzrostu</b>	2%	30.6	28.7	27.1
	3%	33.6	31.2	29.1
	4%	38.0	34.7	31.9
	<b>5%</b>	44.9	<b>39.9</b>	35.9
	6%	57.4	48.5	42.2
	7%	86.4	65.9	53.5

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody ROE-P/BV, wartość PKO BP wynosi 39.9 mld PLN, czyli 39.9 PLN za jedną akcję.

## Metoda porównawcza

Poniżej przedstawiamy porównanie ceny akcji PKO BP w oparciu o średnie przewidywane wskaźniki banków notowanych na warszawskiej giełdzie. Do obliczenia wskaźników P/E (waga 70%), P/Wynik Operacyjny (waga 25%) i P/BV (waga 5%) użyliśmy prognoz DM Millennium dla banków giełdowych. Grupą porównawczą były duże banki notowane na GPW.

### Wycena porównawcza - banki notowane na WGPW

Spółka	P/BV 2005	P/WO 2006p	P/WO 2007p	P/WO 2008p	P/E 2006p	P/E 2007p	P/E 2008p
Bank Handlowy	1.6	12.8	11.2	10.3	13.9	14.8	13.6
ING Bank Śląski	2.3	13.3	12.3	11.6	13.5	15.1	14.7
Bank BPH	3.6	13.1	12.0	11.0	19.3	17.4	16.1
BRE Bank	3.3	12.8	11.0	10.2	20.1	17.1	15.8
Kredyt Bank	2.6	14.3	11.8	10.1	11.2	15.7	14.0
Pekao	3.8	13.9	13.2	12.5	18.7	17.4	16.4
Bank Zachodni WBK	4.2	12.5	11.9	11.1	18.1	17.3	15.9
Średnia	3.1	13.2	11.9	11.0	16.4	16.4	15.2
Mediana	3.3	13.1	11.9	11.0	18.1	17.1	15.8

### Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)

Średnia	26 689	33 225	32 737	32 841	32 551	35 247	35 336
Mediana	29 235	32 752	32 722	32 936	35 914	36 810	36 595
Wagi	5%	5%	10.0%	10.0%	20%	25%	25%
Średnia ważona z wycen (mln PLN)							34 454

### Wycena porównawcza na 1 akcję (PLN)

**34.5**

### Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji

PKO BP	4.3	15.0	13.7	12.5	18.9	17.5	16.2
Premia/dyskonto	41%	13%	15%	14%	16%	7%	6%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 17 sierpnia 2006, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu PKO BP z notowanymi bankami giełdowymi wycena banku wynosi 34.5 mld PLN, czyli 34.5 PLN za jedną akcję. **Biorąc pod uwagę jedynie wskaźniki dochodowe, bank jest notowany z premią w stosunku do konkurentów.** Premia z jaką notowana jest spółka pod względem wskaźnika P/BV wynika z jego wysokiej rentowności i jest uzasadniona oraz lepszego postrzegania dużych banków. Premia przy wskaźniku P/E wynika z oczekiwań inwestorów na znaczącą poprawę wyników w kolejnych latach.

### Rachunek wyników (mIn PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
przychody z tytułu odsetek	5 705	5 375	5 534	5 679	5 803
koszty odsetek	2 118	1 780	1 854	1 905	1 949
<b>wynik z tytułu odsetek</b>	<b>3 587</b>	<b>3 595</b>	<b>3 680</b>	<b>3 774</b>	<b>3 854</b>
pozostałe przychody					
z tyt. prowizji	1 218	1 631	1 715	1 794	1 875
inne	904	571	651	682	716
<b>wynik na działalności bankowej</b>	<b>5 709</b>	<b>5 797</b>	<b>6 045</b>	<b>6 250</b>	<b>6 445</b>
wynik pozaoperacyjny	691	830	871	893	915
koszty działalności wraz z amortyzacją	4 145	4 118	4 171	4 145	4 120
<b>wynik operacyjny</b>	<b>2 256</b>	<b>2 509</b>	<b>2 745</b>	<b>2 998</b>	<b>3 240</b>
saldo rezerw	-86	-102	-143	-184	-229
zysk przed opodatkowaniem	2 152	2 390	2 586	2 798	2 997
podatek	416	454	491	532	569
<b>zysk netto</b>	<b>1 759</b>	<b>1 986</b>	<b>2 147</b>	<b>2 322</b>	<b>2 486</b>
EPS	1.8	2.0	2.1	2.3	2.5

### Bilans (mIn PLN)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
kasa, środki w banku centralnym	3 895	3 707	3 922	4 059	4 181
należności od instytucji finansowych	12 663	5 403	3 893	2 841	1 902
<b>należności od klientów</b>	<b>46 884</b>	<b>54 854</b>	<b>59 517</b>	<b>63 385</b>	<b>67 189</b>
papiery dłużne	24 125	29 463	30 906	32 174	33 461
majątek trwały	2 643	2 669	2 696	2 723	2 764
wnip	638	1 044	965	885	802
inne aktywa	766	1 069	1 122	1 179	1 237
<b>aktywa razem</b>	<b>91 613</b>	<b>98 209</b>	<b>103 022</b>	<b>107 245</b>	<b>111 535</b>
zobowiązania wobec banku centralnego	1	1	1	1	1
zobowiązania wobec instytucji fin.	2 085	1 010	-251	-363	-137
<b>zobowiązania wobec klientów</b>	<b>76 344</b>	<b>82 376</b>	<b>87 153</b>	<b>90 204</b>	<b>92 910</b>
fundusze specjalne i inne pasywa	4 148	4 587	4 812	5 048	5 296
rezerwy	304	319	335	352	369
kapitał własny, w tym:	8 731	9 917	10 972	12 005	13 097
zysk netto	1 759	1 986	2 147	2 322	2 486
<b>pasywa razem</b>	<b>91 613</b>	<b>98 209</b>	<b>103 022</b>	<b>107 245</b>	<b>111 535</b>
BVPS	8.7	9.9	11.0	12.0	13.1

p - prognoza Millennium DM S.A.

### Wskaźniki (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
DPS (PLN)	0.7	0.8	1.1	1.3	1.4
<b>wskaźniki bilansowe</b>					
kredyty/depozyty	61.4	66.6	68.3	70.3	72.3
kredyty/aktywa	51.2	55.9	57.8	59.1	60.2
depozyty/pasywa	83.3	83.9	84.6	84.1	83.3
kapitał własny/aktywa	9.5	10.1	10.6	11.2	11.7
<b>marża odsetkowa</b>					
przychody odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	7.0	6.2	6.0	5.9	5.8
koszty odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	2.6	2.1	2.0	2.0	1.9
wynik odsetkowy/śr. aktywa odsetkowe	4.4	4.1	4.0	3.9	3.8
koszty odsetkowe/śr. pasywa odsetkowe	2.7	2.2	2.2	2.2	2.1
marża odsetkowa	4.4	4.1	4.0	3.9	3.8
spread odsetkowy	4.3	4.0	3.8	3.7	3.6
<b>rentowność</b>					
wynik z tytułu odsetek/aktywa	4.0	3.8	3.7	3.6	3.5
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
przychody/aktywa	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7
koszty/wynik na działalności bankowej	72.6	71.0	69.0	66.3	63.9
koszty/wnb + pozostałe przychody	64.8	62.1	60.3	58.0	56.0
koszty/aktywa	4.6	4.3	4.1	3.9	3.8
odpisy na rezerwy/kredyty	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
NPL/kredyty	6.9	6.7	6.6	6.4	6.3
ROA	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
<b>ROE</b>	<b>20.2</b>	<b>21.3</b>	<b>20.6</b>	<b>20.2</b>	<b>19.8</b>
<b>wskaźniki rynkowe (x)</b>					
P/wynik operacyjny	16.7	15.0	13.7	12.5	11.6
P/E	21.4	18.9	17.5	16.2	15.1
P/BV	4.3	3.8	3.4	3.1	2.9

### Zmiana (%)

	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wartości aktywów	3.8	7.2	4.9	4.1	4.0
wartości kredytów	17.1	17.0	8.5	6.5	6.0
wartości depozytów	4.4	7.9	5.8	3.5	3.0
wyniku z tytułu odsetek	2.1	0.2	2.3	2.6	2.1
wyniku z tytułu prowizji	-23.1	33.9	5.2	4.6	4.5
wyniku na działalności bankowej	3.6	1.5	4.3	3.4	3.1
kosztów	5.1	-0.6	1.3	-0.6	-0.6
wyniku operacyjnego	11.9	11.2	9.4	9.2	8.1
kapitałów własnych	0.1	13.6	10.6	9.4	9.1
zysku brutto	16.5	11.1	8.2	8.2	7.1
zysku netto	16.7	12.9	8.1	8.1	7.1

p - prognoza Millennium DM S.A.

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Michał Buczyński**  
+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

**Piotr Her**  
+22 598 26 81  
piotr.her@millenniumdm.pl

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

**Lukasz Hejak**  
+22 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

**Radosław Łukaszczuk**  
+22 598 26 88  
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

**Lukasz Kołaczkowski**  
+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, makroekonomia,  
handel

Analityk  
telekomunikacja, chemia,  
metale, przemysł mięsny

Analityk  
media, hotele, motoryzacja,  
przemysł spożywczy, budownictwo

Analityk  
informatyka, Internet

Asystent

Asystent

Asystent

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Krzysztof Pelka**  
+22 598 26 79  
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

**Marek Przytula**  
+22 598 26 68  
marek.prytula@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 uzależniająca 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 będąca 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. Pomędzy 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 nietrafne. 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 dotyczyła analiza. 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
PKO BP	neutralnie	15 maj 06	38.50

### 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\*