

PKO BP

kupuj

sektor bankowy

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 34.8

Cena docelowa: 40.0

Wciąż wysokie dyskonto

Wynik netto PKO BP w IV kwartale 2014 ukształtował się na poziomie powyżej oczekiwań rynkowych. W tym okresie spółka zarobiła 722.6 mln PLN (-23.0% r/r, -17.3% kw./kw.), przy średnich prognozach rynkowych 697.3 mln PLN. Bank odpisał z kapitału ok. 110 mln PLN. Wynik lepszy niż oczekiwania to skutek niższych odpisów na rezerwy.

Wzrost wyniku odsetkowego

W IV kwartale wynik odsetkowy PKO BP wzrósł o 8.8% r/r (wzrost tej pozycji to skutek przejęcia Nordea Banku) i ukształtował się na poziomie nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Marża odsetkowa spadła w stosunku do III kwartału o 0.2pp (0.7pp r/r) i ukształtowała się na poziomie 3.3%.

Spadek zysku z tytułu prowizji

Wynik z tytułu prowizji ukształtował się na poziomie niższym o 11.9% w stosunku do IV kwartału 2013 i był niższy niż oczekiwania rynkowe. Spadek dochodów z interchange w części zrekompensowały zyski z działalności na rynku kapitałowym (pod względem aktywów PKO TFI należy do najszybciej rosnących na rynku spośród największych towarzystw). Zyski z operacji finansowych były wyższe niż średnia z poprzednich okresów.

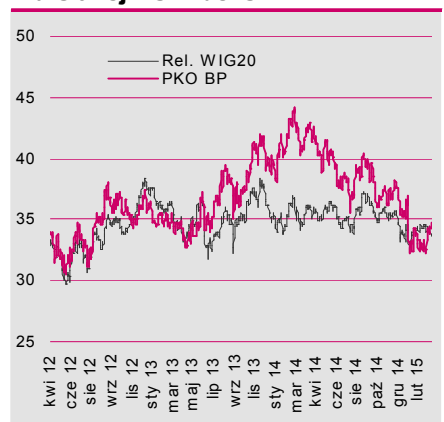
Wzrost kosztów działalności

Wydatki PKO BP wzrosły w ciągu roku o 12.3% i ukształtowały się na poziomie nieznacznie poniżej prognoz. W tym okresie bank zanotował spadek przychodów o 13.2% r/r - wynik operacyjny pogorszył się w spółce 30.5% r/r. Współczynnik koszty/dochody wzrósł w ciągu roku o 11pp do poziomu 52.2% i był wyższy niż zanotowany w III kwartale.

Spadek poziomu rezerw

Rezerwy związane w IV kwartale (ok. 1.0% wartości portfela w stos. rocznym - poziom niższy od oczekiwań rynkowych) ukształtowały się na poziomie niższym niż w III kwartale (-4.8% r/r). Udział kredytów nieregularnych w portfelu spadł w ciągu 3 miesięcy o 0.2pp do poziomu 6.9%, przy wzroście wskaźnika pokrycia o 3.7pp do 61.8%. Warto zauważyć, że poziom odpisów w stosunku do wartości portfela w dalszym ciągu jest wyższy niż w innych dużych bankach - w kolejnych okresach można spodziewać się dalszego spadku

Kurs akcji vs. indeks



Podstawowe dane

Max/min 52 tyg. (PLN)	42.9/32.2		
Liczba akcji (mln)	1250		
Kapitalizacja (mln PLN)	43 488		
Free float (mln PLN)	20 874		
Średni obrót (mln PLN)	118.6		
CAR (%)	13.1		
Główny akcjonariusz	Skarb Państwa		
% akcji, % głosów	51/51		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	4.5	-2.5	-14.7
Zmiana rel. WIG20 (%)	6.6	-3.5	-11.2

Marcin Materna, CFA

+48 22 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

	Wynik odsetkowy	Wynik z tytułu prowizji	Suma przychodów netto	Zysk operacyjny	Zysk netto	EPS	DPS	BVPS	P/E	P/BV	Koszty /WNB (%)	DY (%)	ROA (%)	ROE (%)
2013	6 722	3 006	10 097	6 084	3 230	2.6	1.8	20.1	13.5	1.7	43.2	5.2	1.6	13.0
2014	7 669	2 943	11 096	5 949	3 255	2.6	0.8	22.1	13.4	1.6	47.5	2.2	1.5	12.3
2015p	7 454	2 937	10 880	5 767	3 222	2.6	0.8	23.9	13.5	1.5	49.1	2.2	1.3	11.2
2016p	7 774	3 054	11 318	6 114	3 465	2.8	1.3	25.4	12.6	1.4	47.0	3.7	1.3	11.3
2017p	7 866	3 120	11 482	6 424	3 682	2.9	1.5	26.8	11.8	1.3	45.0	4.4	1.3	11.3

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN, wyniki 2014 - pro forma z NB

Skonsolidowane wyniki PKO BP

	IV kwartał 2013	IV kwartał 2014	zmiana (r/r)	2 013	2 014	zmiana (r/r)
Kredyty	149 623	179 497	20.0%			
Depozyty	151 904	174 387	14.8%			
Wynik odsetkowy	1 715	1 865	8.8%	6 722	7 669	14.1%
Wynik z tytułu prowizji	815	718	-11.9%	3 006	2 943	-2.1%
Dochody	3 176	2 757	-13.2%	10 707	11 328	5.8%
Koszty	-1 281	-1 439	12.3%	-4 623	-5 380	16.4%
Wynik operacyjny	1 895	1 317	-30.5%	4 046	4 006	-1.0%
Odpisy netto z tytułu utraty wartości kredytów	-683	-452	-33.8%	-2 038	-1 942	-4.7%
Zysk netto	938	723	-23.0%	3 230	3 255	0.8%

* dane za 2014 pro forma PKO BP + NB

Niewielkie kwartalne dynamiki wolumenów

Roczna zmiana wartości kredytów i depozytów wyniosła w PKO BP odpowiednio +20.0% +14.8%, wysokie dynamiki to jednak skutek przejęcia NB. Kwartalne zmiany wolumenów wyniosły 0.9% i 1.7% i były niższe niż u konkurentów. Współczynnik kredyty/depozyty znajduje się obecnie powyżej granicy 100% (102.9%), co może hamować wzrost akcji kredytowej w kolejnych okresach.

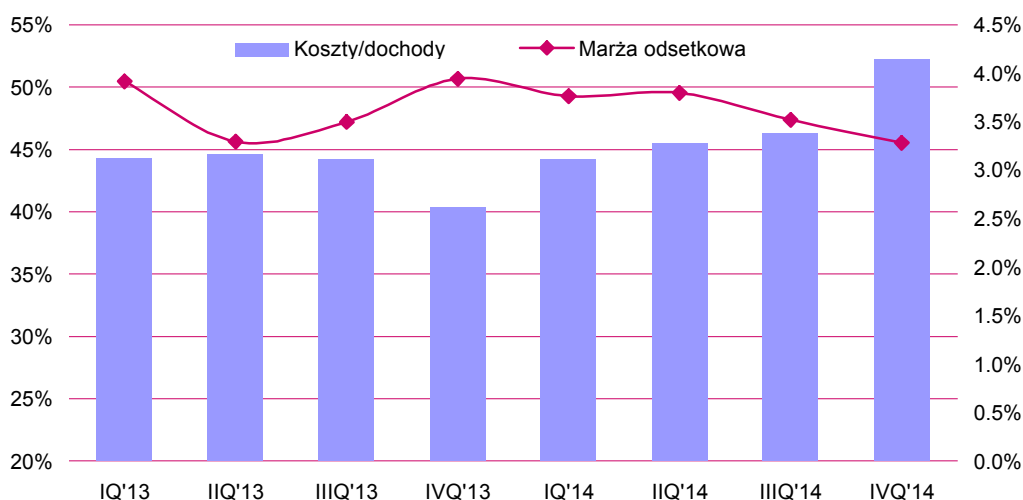
Podsumowanie wyników

Wyniki netto PKO BP były wyższe niż prognozy rynkowe, lecz na tle poprzednich kwartałów należy je ocenić jako słabe - kwartalny spadek wyniku netto był jednym z najwyższych w sektorze. Obniżenie marży odsetkowej na skutek spadku stóp procentowych (nieco wyższe niż u konkurentów) nie zostało zrekomensowane wzrostem wolumenów. Wynik z tytułu prowizji ucierpiał na skutek obniżenia stawki interchange, jednak skala spadku nie była znacząca (kw/kw). Koszty działalności były wysokie jak na bank który w znacznym stopniu ucierpiał z tytułu spadku dochodów. Współczynnik P/E dla wyników za IV kwartał w PKO BP wyniósł 14.9, co było jednym z niższych wskaźników w sektorze.

Utrzymanie rekomendacji kupuj

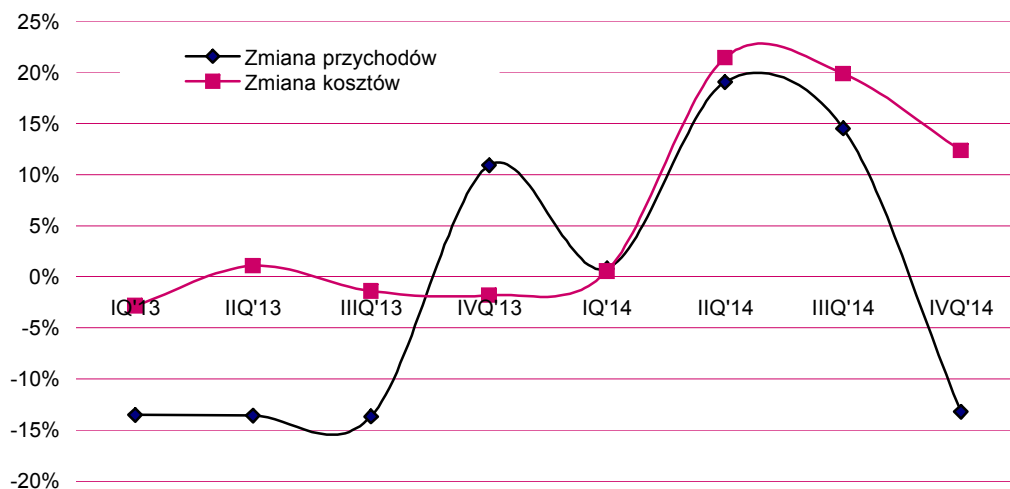
Obecnie walory banku są notowane przy wskaźnikach P/E na lata 2015/16 w wysokości 13.5 i 12.6 przy średniej 15.9 i 14.3. Niższy niż w największych bankach współczynnik wypłaty dywidendy (31% zysku netto w ub.r., sądzymy że maksymalnie 40% w bieżącym okresie) jest naszym zdaniem rekompensowany perspektywą poprawy efektywności działania i synergiami po przejęciu Nordea Banku, który to czynnik jak się wydaje nie jest obecnie uwzględniany w giełdowej wycenie spółki. Wprawdzie bank jest nieco bardziej narażony na obniżenie marży odsetkowej niż konkurenci, naszym zdaniem różnica (<0.1pp w IV kw.) nie uzasadnia wysokiego dyskonta. Dyskonto utrzymuje się także gdy porównamy bank z innymi spółkami wystawionymi na ryzyko czynnika „frankowego”. Biorąc pod uwagę wycenę akcji PKO BP (40.0 PLN) utrzymujemy rekomendację kupuj na walory spółki.

Wskaźnik koszty/dochody i marża odsetkowa w PKO BP

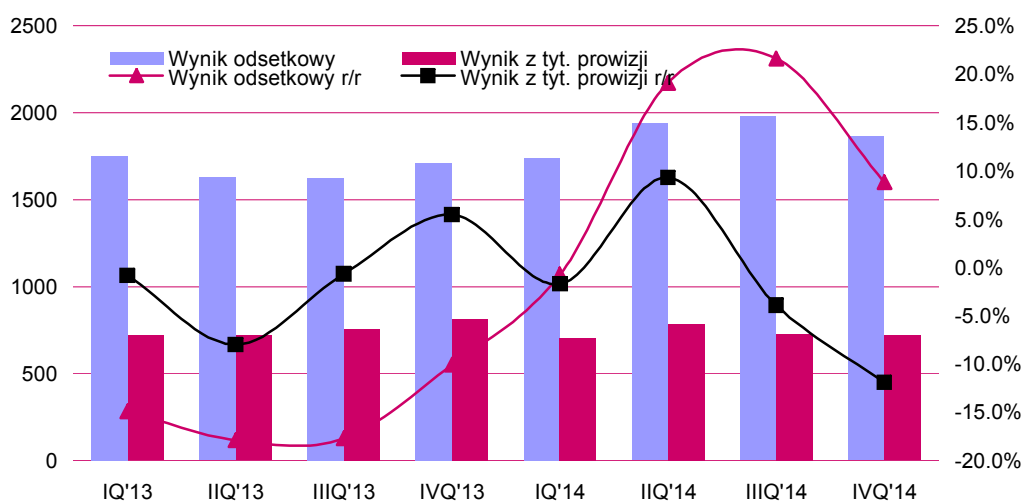


Zmiana wartości przychodów i kosztów w PKO BP r/r

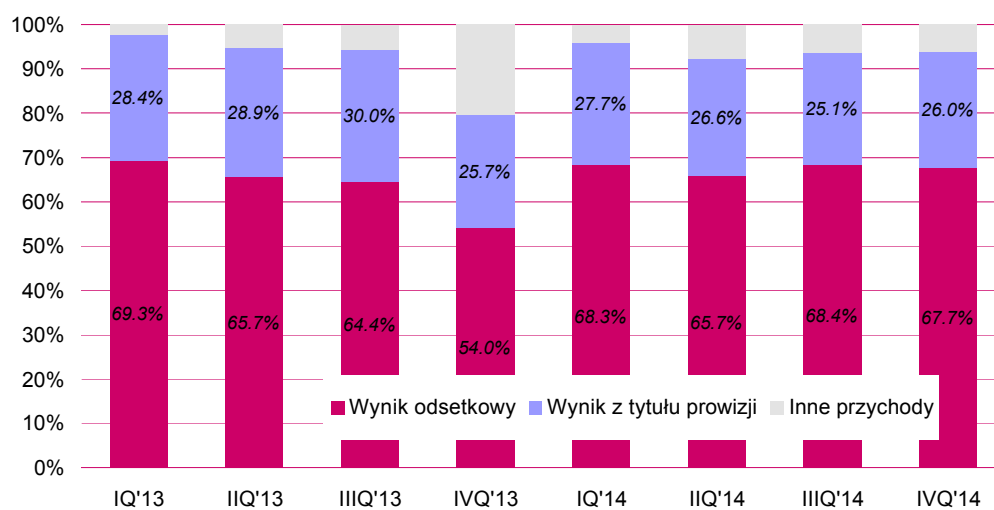
Z uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych



Dynamika wyniku z tytułu odsetek i prowizji w PKO BP

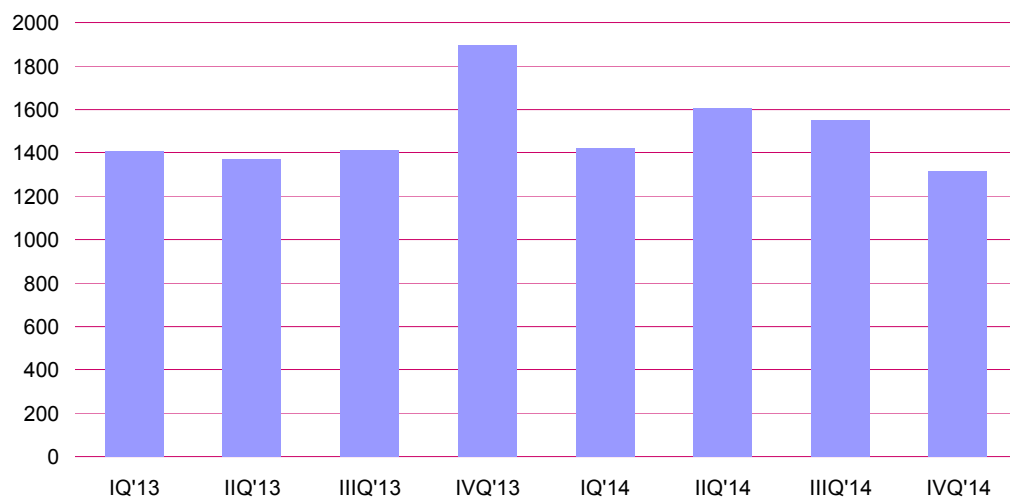


Struktura dochodów w PKO BP

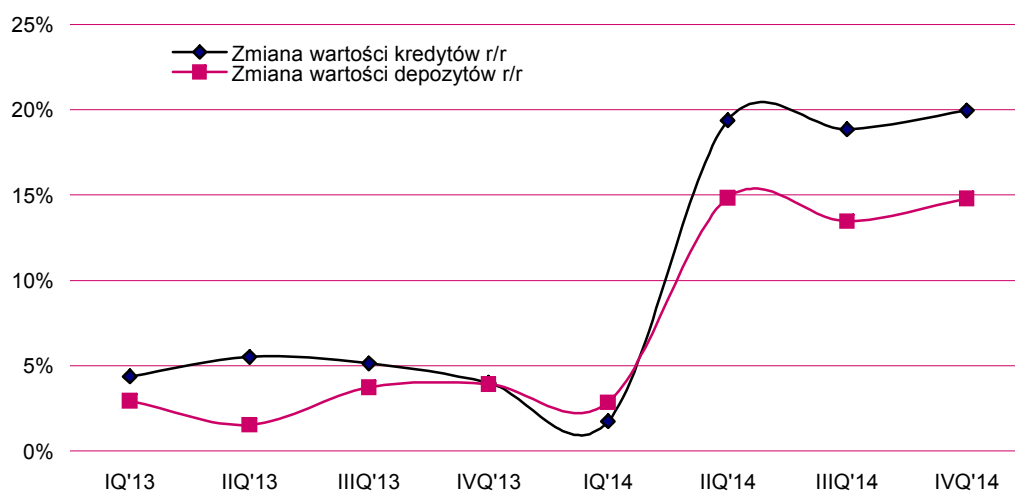


Źródło: Millennium DM

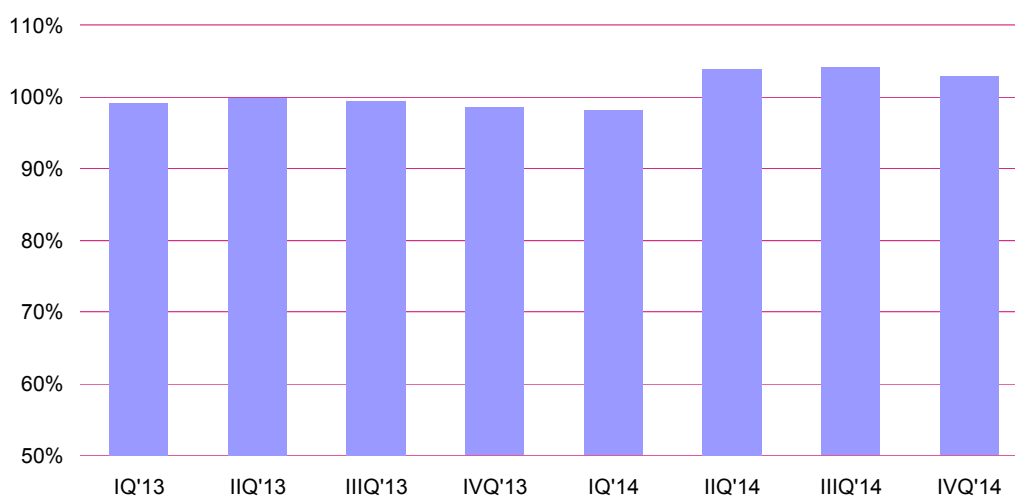
Wynik operacyjny w PKO BP



Dynamika akcji kredytowej i depozytowej w PKO BP

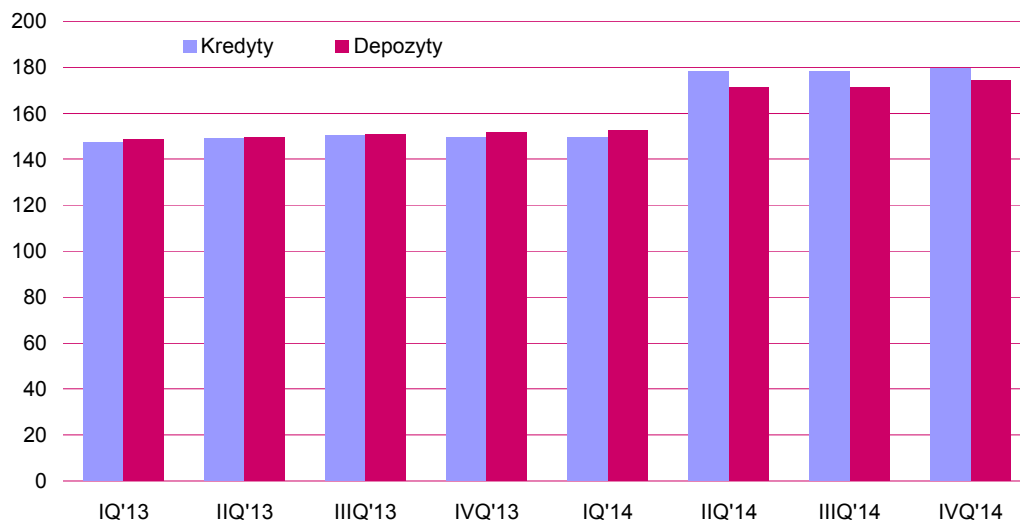


Współczynnik kredyty/depozyty w PKO BP

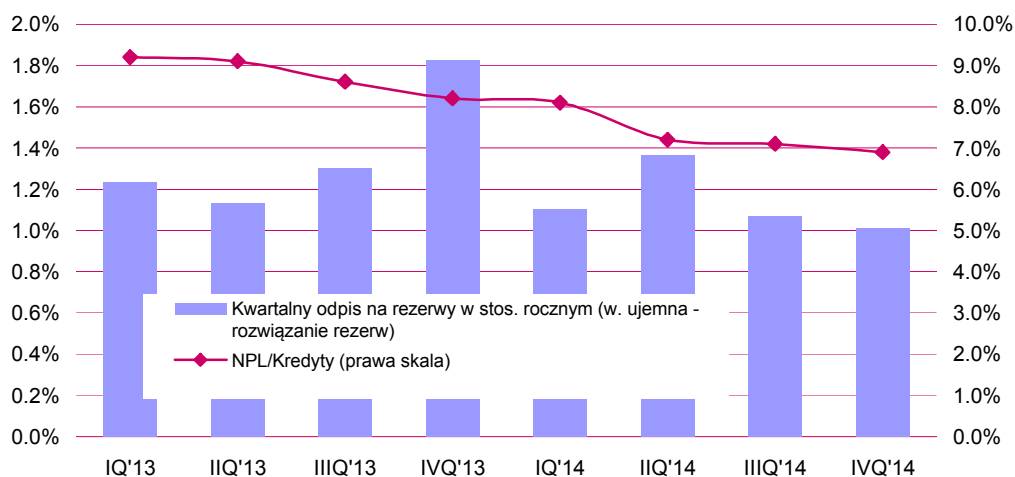


Źródło: Millennium DM

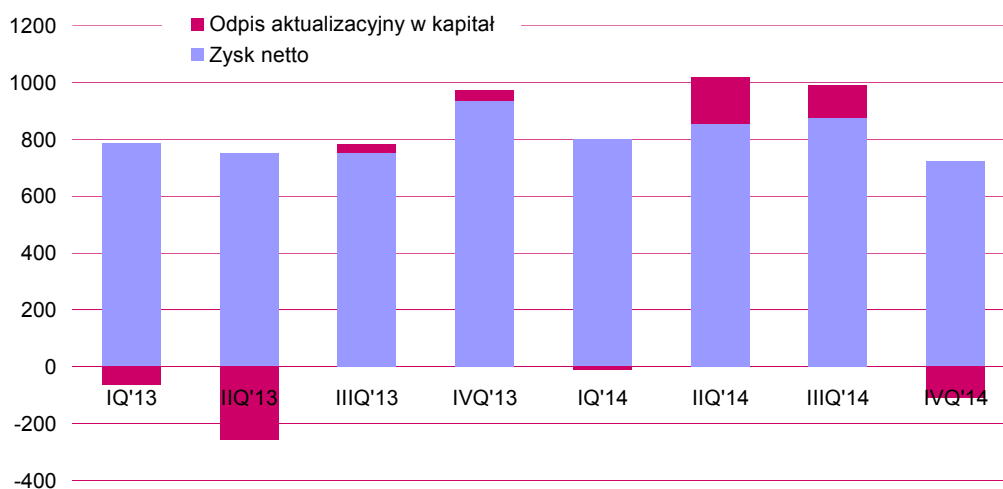
Wartość kredytów i depozytów w PKO BP (mld PLN)



Odpisy na rezerwy i jakość portfela kredytowego w PKO BP

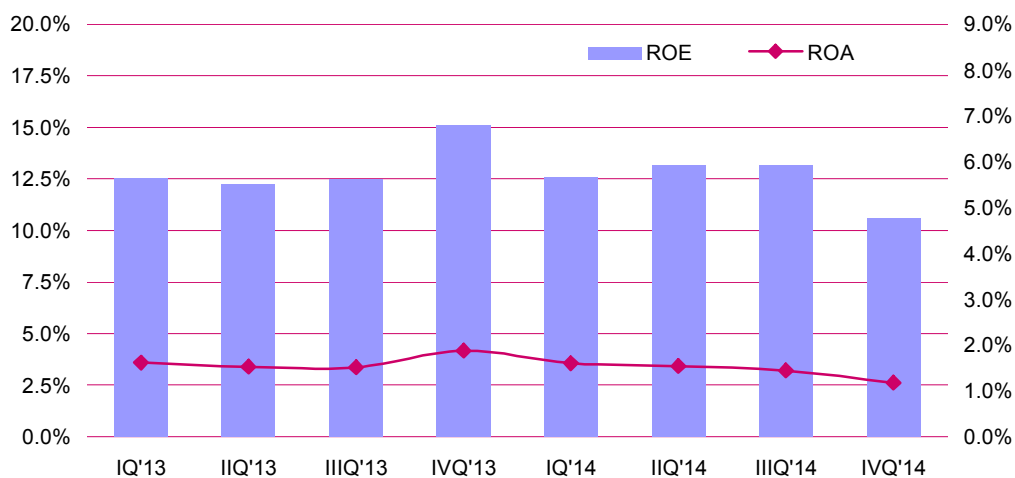


Zysk netto w PKO BP

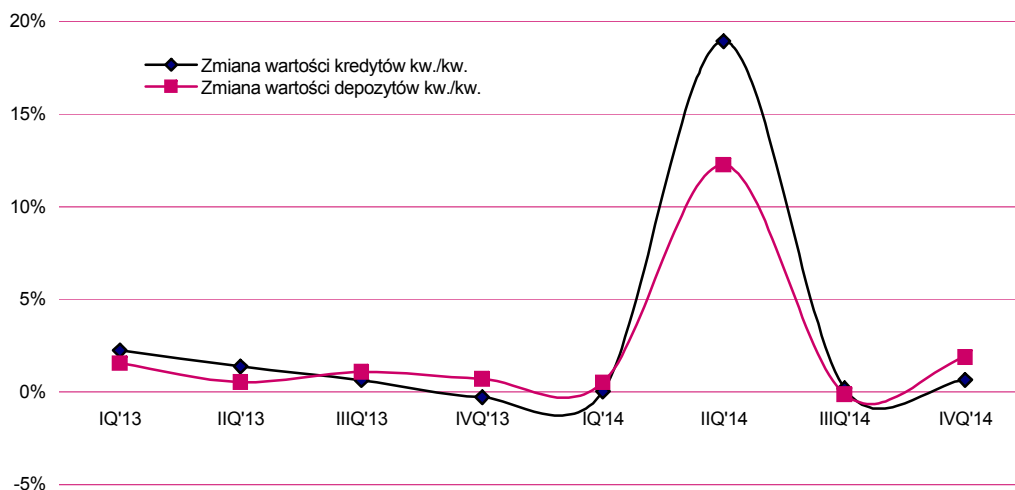


Źródło: Millennium DM

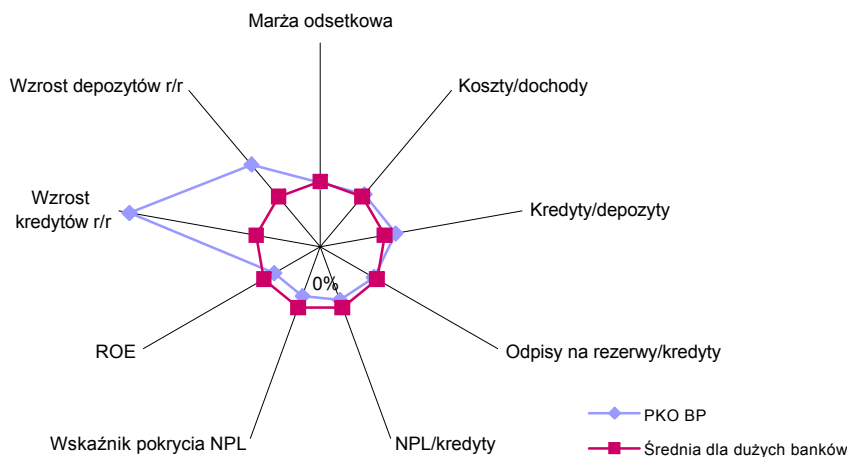
Rentowność kapitału i aktywów w PKO BP



Dynamika kwartalna akcji kredytowej i depozytowej w PKO BP



Wskaźniki dla PKO BP na tle branży



Źródło: Millennium DM, wartości średnie banków notowanych na GPW przyjęte za wartości bazowe, wykres niewyskalowany, dane szacunkowe

Wycena

Podsumowanie wyceny

Poniżej przedstawiamy wycenę PKO BP. Została ona przeprowadzona za pomocą dwóch metod: metody ROE-P/BV oraz metody porównawczej. Otrzymana średnia wycena spółki wynosi 50.0 mld PLN, czyli 40.0 PLN na jedną akcję.

Podsumowanie wyceny akcji PKO BP

Metoda wyceny	Wycena (PLN)
Metoda ROE - P/BV	40.7
Metoda porównawcza - duże banki polskie	39.4
Średnia wycena na 1 akcję	40.0

Źródło: Millennium DM

Metoda ROE-P/BV

Wartość akcji PKO BP szacujemy, sumując zdyskontowaną wartość dywidend przypadających na jedną akcję w okresie 2015-2017 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 - po 0.75 PLN w 2014 roku w kolejnych latach 30-55% zysku netto

Kalkulacja zdyskontowanej wartości dywidend w PKO BP

	2015p	2016p	2017p
Stopa procentowa zerokuponowa wolna od ryzyka x-letnia	1.7%	1.9%	2.0%
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%	4.5%
Stopa dyskontowa	6.2%	6.4%	6.5%
Dywidenda w danym okresie (mIn PLN)	976.5	1 610.9	1 905.6
Dywidenda w danym okresie (PLN na 1 akcję)	0.8	1.3	1.5
Dividend yield	2.2%	3.7%	4.4%
Suma dywidend (PLN na 1 akcję)			3.6
Zdyskontowana wartość dywidendy (mIn PLN)	936.2	1 449.6	1 607.6
Suma zdyskontowanych dywidend (mIn PLN)	936.2	2 385.8	3 993.5
Suma zdyskontowanych dywidend (PLN na 1 akcję)			3.2

Źródło: Millennium DM

- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku - 3.5%. Założona przez nas długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 3.5% po roku 2017 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 bezpieczniejszych krajach UM,
- ❑ premia za ryzyko po 2017 roku w wysokości 4.5%,
- ❑ długookresowa stopa wzrostu zysków (g) - 3%. Wskaźnik zwrotu z kapitałów po 2017 roku sprawia, że prognozę wzrostu zysków po 2017 roku w wysokości 3% można uznać za realną.

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

Wycena PKO BP - metoda ROE-P/BV

	2017p
Wartość księgowa na koniec 2017 (mln PLN)	33 487
Prognozowana stopa wzrostu dywidendy po 2017 roku	3.0%
Prognozowane ROE w 2017 roku	11.3%
Prognozowana długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017 roku	3.5%
Premia za ryzyko	4.5%
Koszt kapitału	8.0%
Prognozowane P/BV (wynikające z działalności bankowej)	1.66
Wartość banku w 2017 roku (mln PLN)	55 555
Stopa dyskontowa za okres 2015-2017	6.4%
Zdyskontowana wartość banku w 2015 roku (mln PLN)	46 842
Zdyskontowana wartość dywidend w okresie 2015-2017 (mln PLN)	3 993
Wartość banku (mln PLN)	50 835
Liczba akcji (mln)	1 250
Wycena 1 akcji banku (PLN)	40.7

Źródło: Millennium DM

Wrażliwość wyceny PKO BP

		Długoterminowa stopa wolna od ryzyka		
		3.0%	4.0%	5.0%
stopa wzrostu	wycena 1 akcji banku			
	2%	41.4	35.5	31.2
	3%	44.8	37.3	32.0
	4%	50.3	40.7	33.2
	5%	60.1	43.8	34.8
	6%	82.9	51.0	37.4
	7%	197.2	67.9	42.0

Źródło: Millennium DM

Wartość PKO BP, szacowana metodą ROE-P/BV, wynosi 50.8 mld PLN, czyli 40.7 PLN za jedną akcją.

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 75%), P/Wynik Operacyjny (waga 25%) użyliśmy prognoz DM Millennium dla banków giełdowych. Grupą porównawczą były duże banki notowane na GPW.

Wycena metodą porównawczą - polskie banki

Spółka	P/BV 2014	P/WO 2015p	P/WO 2016p	P/WO 2017p	P/E 2015p	P/E 2016p	P/E 2017p
Bank Handlowy	1.9	13.5	11.7	10.4	17.1	14.9	13.6
ING Bank Śląski	1.7	11.0	10.3	9.0	15.4	15.1	13.3
mBank	1.7	8.2	8.3	7.6	13.3	13.4	12.1
BZ WBK	1.4	6.1	5.5	5.1	10.7	9.5	8.6
Pekao	2.0	13.5	12.1	11.4	19.2	17.0	15.8
Bank BPH	0.7	12.2	10.4	9.3	25.5	20.2	17.4
Getin Noble Bank	0.9	4.8	4.3	3.9	11.2	10.9	9.2
Alior	1.8	5.1	4.5	3.9	14.9	13.1	10.9
Średnia	1.6	9.3	8.4	7.6	15.9	14.3	12.6
Mediana	1.7	9.6	9.3	8.3	15.2	14.1	12.7
Wycena przy danym poziomie wskaźnika (mln PLN)							
Średnia		53 600	51 288	48 659	51 297	49 413	46 483
Mediana		55 382	57 014	53 221	48 867	48 991	46 832
Wagi		5%	5%	5%	25%	30%	30%
Średnia ważona z wycen (mln PLN)							49 257
Wycena porównawcza (PLN na 1 akcję)							39.4
Wskaźniki banku przy aktualnej cenie akcji							
PKO BP	1.6	7.5	7.1	6.8	13.5	12.6	11.8
Premia/dyskonto	0%	-19%	-15%	-11%	-15%	-12%	-6%

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 16 marca 2015, WO - wynik operacyjny przed kosztami rezerw

Bazując na porównaniu PKO BP z notowanymi bankami giełdowymi wycena banku wynosi 49.3 mld PLN, czyli 39.4 PLN za jedną akcję. Bank jest notowany poniżej średniej sektora. Uważamy, że jest to jedynie w części uzasadnione niższą dywidendą płaconą przez spółkę.

Rachunek wyników - mln PLN

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
przychody z tytułu odsetek	12 992	10 763	10 968	11 087	11 518	11 720
koszty odsetek	5 109	4 042	3 299	3 633	3 744	3 853
wynik z tytułu odsetek	7 883	6 722	7 669	7 454	7 774	7 866
pozostałe przychody						
z tyt. prowizji	3 071	3 006	2 943	2 937	3 054	3 120
inne	438	369	484	489	490	496
wynik na działalności bankowej	11 392	10 097	11 096	10 880	11 318	11 482
wynik pozaoperacyjny	178	610	232	460	211	201
koszty działalności wraz z amortyzacją	4 618	4 623	5 380	5 573	5 415	5 258
wynik operacyjny	6 951	6 084	5 949	5 767	6 114	6 424
saldo rezerw	-2 325	-2 038	-1 942	-1 844	-1 893	-1 936
zysk przed opodatkowaniem	4 626	4 046	4 006	3 923	4 221	4 488
podatek	898	816	795	745	802	853
zysk netto	3 749	3 230	3 255	3 222	3 465	3 682
EPS	3.0	2.6	2.6	2.6	2.8	2.9

Bilans (mln PLN)

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
kasa, środki w banku centralnym	10 289	7 246	11 738	8 099	8 406	8 743
należności od instytucji finansowych	3 392	1 893	2 487	7 808	9 195	8 070
należności od klientów	143 876	149 623	179 497	189 370	198 838	208 780
papiery dłużne	29 020	32 759	45 655	43 970	43 039	43 153
majątek trwały	2 651	2 611	2 654	2 600	2 574	2 574
wnip	1 934	2 230	3 380	3 347	3 314	3 280
inne aktywa	2 318	2 868	3 290	3 455	3 627	3 809
aktywa razem	193 480	199 231	248 701	258 649	268 995	278 409
zobowiązania wobec banku centralnego	3	4	4	4	4	4
zobowiązania wobec instytucji fin.	3 734	3 747	19 394	20 862	21 857	21 348
zobowiązania wobec klientów	146 194	151 904	174 387	179 967	186 806	194 278
fundusze specjalne i inne pasywa	18 120	18 102	26 966	27 610	28 255	28 918
rezerwy	721	321	324	340	357	375
kapitał własny, w tym:	24 708	25 153	27 626	29 866	31 715	33 487
zysk netto	3 749	3 230	3 254	3 222	3 465	3 682
pasywa razem	193 480	199 231	248 701	258 649	268 995	278 409
BVPS	19.8	20.1	22.1	23.9	25.4	26.8

p - prognoza Millennium DM S.A., wyniki 2014 pro forma z NB

Wskaźniki (%)

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
DPS (PLN)	1.3	1.8	0.8	0.8	1.3	1.5
wskaźniki bilansowe						
kredyty/depozyty	98.4	98.5	102.9	105.2	106.4	107.5
kredyty/aktywa	74.4	75.1	72.2	73.2	73.9	75.0
depozyty/pasywa	75.6	76.2	70.1	69.6	69.4	69.8
kapitał własny/aktywa	12.8	12.6	11.1	11.5	11.8	12.0
marża odsetkowa						
przychody odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	7.4	6.0	5.4	4.7	4.7	4.6
koszty odsetkowe/śr. aktywa odsetkowe	2.9	2.2	1.7	1.5	1.5	1.5
wynik odsetkowy/śr. aktywa odsetkowe	4.5	3.7	3.7	3.2	3.2	3.1
koszty odsetkowe/śr. pasywa odsetkowe	3.1	2.4	1.8	1.6	1.6	1.6
marża odsetkowa	4.5	3.7	3.7	3.2	3.2	3.1
spread odsetkowy	4.3	3.6	3.6	3.1	3.0	3.0
rentowność						
wynik z tytułu odsetek/aktywa	4.1	3.4	3.4	2.9	2.9	2.9
wynik z tytułu prowizji/aktywa	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
przychody/aktywa	6.0	5.5	5.1	4.5	4.4	4.3
koszty/wynik na działalności bankowej	40.5	45.8	48.5	51.2	47.8	45.8
koszty/wnb+pozostałe przychody	39.9	43.2	47.5	49.1	47.0	45.0
koszty/aktywa	2.4	2.4	2.4	2.2	2.1	1.9
wynik operacyjny/aktywa	3.6	3.1	2.7	2.3	2.3	2.3
odpisy na rezerwy/kredyty	1.6	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0
NPL/kredyty	8.9	8.2	6.9	6.8	6.8	6.7
ROA	2.0	1.6	1.5	1.3	1.3	1.3
ROE	15.8	13.0	12.3	11.2	11.3	11.3
wskaźniki rynkowe (x)						
P/wynik operacyjny	6.3	7.1	7.3	7.5	7.1	6.8
P/E	11.6	13.5	13.4	13.5	12.6	11.8
P/BV	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

Zmiana (%)

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
wartości aktywów	1.4	3.0	24.8	4.0	4.0	3.5
wartości kredytów	1.6	4.0	20.0	5.5	5.0	5.0
wartości depozytów	-0.2	3.9	14.8	3.2	3.8	4.0
wyniku z tytułu odsetek	3.6	-14.7	14.1	-2.8	4.3	1.2
wyniku z tytułu prowizji	-1.0	-2.1	-2.1	-0.2	4.0	2.2
wyniku na działalności bankowej	3.6	-11.4	9.9	-2.0	4.0	1.5
kosztów	4.7	0.1	16.4	3.6	-2.8	-2.9
wyniku operacyjnego	3.3	-12.5	-2.2	-3.1	6.0	5.1
kapitałów własnych	8.3	1.8	9.8	8.1	6.2	5.6
zysku brutto	-3.6	-12.5	-1.0	-2.1	7.6	6.3
zysku netto	-1.5	-13.8	0.8	-1.0	7.5	6.3

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

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
branża spożywcza, handel

Maciej Krefta
+22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk
energetyka i deweloperzy

Wojciech Woźniak
+22 598 26 58
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł elektromaszynowy

Sebastian Siemiątkowski
+22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Analityk funduszy

Artur Topczewski
+22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Analityk funduszy

Sprzedaż

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

Dyrektor

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

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 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 księgową 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) - lepsze 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: Ciech, Wielton, Sygnity, Ergis-Eurofilms od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Bank Handlowy, Echo, Jupiter NFI, TP SA, KGHM, Prosper, Optimus, Redan, PKN Orlen, Šrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Kopex, Warfama, Emperia, Skyline, Konsorcjum Stali od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. 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 Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendacje, 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. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. 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.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
PKO BP	kupuj	1 wrz 14	38.2	45.0
PKO BP	kupuj	6 lis 14	37.6	44.2
PKO BP	kupuj	19 sty 15	34.0	39.2

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2014 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	33%
Akumuluj	3	50%
Neutralnie	1	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	0	0%
Akumuluj	2	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora