

## PKO BP i reszta świata

Wycena PKO BP w oparciu o porównanie dotychczasowych wyników banków detalicznych jest jak najbardziej nieuprawnionym rozwiązaniem. Wartość każdej spółki wynika z oceny jej przyszłych zysków.

Mówienie, że PKO BP jest „drogi” w porównaniu do innych banków detalicznych notowanych na giełdzie gdyż jego P/E jest o x% wyższe od średniej sektora bankowego świadczy wyłącznie ale o autorach takich wycen. Najbardziej prozaiczna uwaga jaka się nasuwa to, że „średnia nic nie mówi” oraz, że wyższe P/E generalnie mają te spółki których przyszłe wyniki będą wyższe od owej średniej... Poza tym cóż by to była za interesująca wycena wartości spółek gdyby się sprowadzała do tego samego P/E :)

Dlaczego jest PKO BP... i inne banki?

Odpowiedź zawarta jest w nazwie banku: Powszechna Kasa Oszczędności.

PKO BP dysponuje ogromną przewagą skali działalności nad innymi podmiotami. Efekt skali dla banku detalicznego jest nie do przecenienia. Nie ma czynności na której PKO BP nie wykorzystywałby swojej przewagi. Koszty zarządu, oprogramowania, budowy sieci, promocji, marketingu, etc rozkładają się na większą liczbę klientów. Każde działanie podejmowane przez PKO BP jest relatywnie tańsze od działań jego konkurencji.

Specyfika bankowości detalicznej powoduje szczególne korzyści z efektu skali. Przykładowo: dla klienta banku koszt przelewów wykonywanych w ramach tego samego banku najczęściej jest niższy (często zerowy), niż przelewów adresowanych do innego banku. I przede wszystkim, pieniądze w ramach jednego banku są transferowane natychmiast, bez oczekiwania na międzybankowe sesje rozliczeniowe.

Wielka liczba rachunków w PKO BP powoduje, że osoby posiadające rachunki w innych bankach zostaną zmuszone przez własne otoczenie biznesowe do założenia rachunku w PKO BP. Powszechność PKO BP dotyczy nie tylko relacji pomiędzy firmami, ale przede wszystkim pomiędzy osobami fizycznymi.

PKO BP nie potrzebuje promocji swoich rachunków. Najlepszą promocją jest to, że jest powszechny i uczestnicy rynku posiadają najwięcej rachunków właśnie w tym banku. Firmy często dokonujące rozliczeń bankowych, w tym z osobami fizycznymi, aby być konkurencyjne będą posiadały rachunek w PKO BP. Im bank ma większy udział w rynku tym łatwiej pozyskuje nowych klientów, którzy odpowiadają na zapotrzebowanie swojego otoczenia. Ci nowi klienci tworzą zapotrzebowanie na posiadanie rachunku w PKO BP u kolejnych osób, itd. Polskie przepisy antymonopolowe nie ograniczą funkcjonowania PKO BP. W Polsce istotny jest 50% udział w rynku, gdy w Niemczech o nadmiernej sile podmiotu na rynku decyduje już dwudziesto kilku procentowy udział w rynku. Na przykład British Petroleum został zobowiązany do odsprzedaży stacji paliwowych stanowiących 4% udział w rynku tak by docelowo posiadał nie więcej niż 22%. A na rynku bankowości detalicznej znacznie mniejszy udział w rynku decyduje o większej sile – inna specyfika (elastyczność) produktu bankowego niż oferty sieci stacji paliwowych.

Trudno będzie też czynić zarzuty PKO BP, że klienci wybierają właśnie ten bank. W interesie PKO BP nie jest narzucanie wysokich opłat za prowadzenie rachunku, czy przelewy.

Po pierwsze, liczy się skala: duży obrót – mały zysk jednostkowy. Po drugie, extra zyski gwarantują inne produkty, a rachunek to przyciągnięcie klienta. Urząd antymonopolowy ma jak widać nikłe szanse na powstrzymanie PKO BP.

W polskim systemie bankowym **jest PKO i inne banki**. Może się to innym bankom nie podobać i nie dostrzegają siły PKO BP. Podobnie jak w przypadku PZU, wartość PKO BP wynika nie z dotychczasowych wyników, lecz z przyszłych zysków. Rynek ubezpieczeniowy, jak i bankowość detaliczna będą się rozwijały znacznie szybciej niż wzrost PKB.

Bank PKO BP ze względu na rozwój rynku i efekt skali w bankowości detalicznej ma ogromne pole do ekspansji i jego wartość jest wielokrotnie wyższa od wynikającej z wyceny opartej na historycznych wynikach finansowych. Efekt skali bardzo dobrze dostrzegany np. przez urząd antymonopolowy w Niemczech, w przypadku działalności PKO BP na krajowym rynku będzie nie do powstrzymania przez Urząd Antymonopolowy. PKO BP z łatwością śnieżnej kuli będzie przejmował klientów innych banków. Parafrazując: W Polsce można mieć rachunek w dowolnym banku pod warunkiem, że jest to bank sieci PKO BP.

Jedna rzecz to udział PKO BP w rynku i efekt skali, druga to wielkość rynku. W Polsce wartość usług bankowych jest wielokrotnie niższa niż w krajach 15-ki, zadłużenie osób fizycznych jest niższe zarówno nominalnie, jak w porównaniu do rocznych dochodów. Banki detaliczne odczuwają poprawę koniunktury później niż banki nastawione na obsługę dużych i średnich firm. Jednak to właśnie banki detaliczne odniosą największe korzyści z ożywienia. Rynek obsługi podmiotów gospodarczych jest znacznie bardziej konkurencyjny. Natomiast banki detaliczne, zwłaszcza największe, wykorzystają swoją sieć sprzedaży. Dla osób fizycznych i mniejszych firm podstawowym kryterium jest dostępność banku, w tym „za pośrednictwem ROR”, a nie różnica w oprocentowaniu czy wysokości prowizji. PKO BP ma tzw. szeroką bazę depozytową – dostęp do taniego pieniądza. W przyszłości będzie posiadał także drugą stronę, czyli wzrost bazy kredytowej – i to tej mniej wymagającej (a, powszechniej!): małe podmioty i kredyty dla ludności.

PKO BP ma także ofertę dla klientów wymagających. Rachunki internetowe oferowane są dla wszystkich właścicieli kont PKO. PKO BP stał się największym bankiem internetowym w Polsce. Niewielu klientów PKO BP z tej opcji korzysta, ale ci co chcą mają taką możliwość. Jest to najbardziej korzystna kombinacja!

### **Raport CA IB o PKO BP. Błąd w sztuce?**

W ostatnich dniach CA IB wydał raport określający wartość PKO BP na 21,7 PLN. Każdy wie, że CA IB to „dziwny” bank, który włączył się ofertami i wycenami HOOP S.A. i IMPEL S.A. We wspomnianych przypadkach, gdzie był oferentem znacznie przeszacował wartość obu spółek. Uwzględniając wzrost wartości indeksów przeszacował wartość o ...200%, czyli aby wyceny CA IB były słuszne ceny akcji HOOP i IMPEL musiałyby wzrosnąć trzykrotnie! Więcej o CA IB można przeczytać w artykule Rzeczpospolitej <http://polandsecurities.com/ca-ib.html>

Tym razem wydaje się, że CA IB znacznie nie doszacował wartości PKO BP – co pokazuje rynek. Błąd w sztuce? Osoby nieprzychylnie CA IB twierdzą inaczej.

Ministerstwo Skarbu Państwa jest krytykowane za sposób przeprowadzenia prywatyzacji PKO BP. Uzasadnione stają się zarzuty sprzedania PKO BP po cenie znacznie niższej od tej

którą minister skarbu mógł uzyskać. Co więcej minister skarbu przyznał się, iż o cenie decydowały „względy społeczne”. Szerzej o prywatyzacji PKO BP <http://polandsecurities.com/pko.htm> MSP dało zarobić wielu drobnym ciułaczom. W rzeczywistości zarobili ci, którzy dysponują pewnymi zasobami pieniężnymi i ustawili się po deficytowy towar w kolejkach – w kolejkach gdzie przypomniano zasady list społecznych i reglamentacji „na kartki”. Stracili ci, którzy posiadali PKO BP, czyli całe społeczeństwo. To kosztem wszystkich zarobili „stacze” spod banku (nic im nie ujmując zachowywali się bardzo racjonalnie – „jak dają to brać”), biura maklerskie i banki na prowizjach od udzielanych pod spodziewane redukcje kredytów. Dobra zabawa za publiczne pieniądze... Sposób prywatyzacji PKO BP najlepiej oddaje jedno pytanie: Sabotaż czy Głupota?

...i pojawia się raport CA IB wyceniający akcje PKO BP na 21,7 PLN. Równocześnie CA IB Financial Advisors Sp. z o.o. oraz CA IB Securities S.A. zostają zaproszeni do złożenia ofert w trybie przetargu ograniczonego na wybór doradcy Ministra Skarbu Państwa przy prywatyzacji Powszechnego Zakładu Ubezpieczeń S.A. Prezesem CA IB Financial Advisors jest pani Alicja Kornasiewicz, która już raz prywatyzowała PZU... Najwyraźniej razem z Sochą próbuje kontynuować „udaną” prywatyzację.

W ostatnim czasie CA IB przeprowadziło bardzo korzystną (dla CA IB) transakcję z PZU. Według szacunkowej oceny analityków i doradców inwestycyjnych PZU S.A. straciło na tej operacji co najmniej 100 mln złotych. Rynek zaszokowała zaniżona wartość transakcji zakupu przez CA IB akcji trzech funduszy NFI. Więcej na temat transakcji PZU z CA IB można przeczytać w artykule Parkietu <http://www.polandsecurities.com/raport/pzu> W nagrodę CA IB zostaje zaproszone do złożenia ofert na doradztwo przy prywatyzacji PZU SA. To co robi MSP można by nazwać groteską, gdyby nie fakt, że za „dobrą zabawę” płaci całe społeczeństwo – w tym ludzie znacznie mniej zamożni niż pani Alicja czy pan Jacek. W sprawie transakcji z PZU pani Alicja i CA IB powinni dostać zaproszenie, lecz do prokuratury.

Środowisko giełdowe spotyka się z transakcjami, które powszechnie określa się jako przestępstwa białych kołnierzyków. Przy czym zdarzają się przestępstwa, które ze względu na sposób popełnienia można określić jako transakcje „na wyrwę”.

Jak najbardziej uzasadniony jest zarzut takiego przestępstwa w odniesieniu do transakcji PZU z CA IB.

Najwyraźniej pani Alicja Kornasiewicz o kulisach transakcji z Eureko i próbie sprzedaży kontroli nad PZU za ułamek wartości, i wbrew procedurze przetargowej, powie więcej dopiero na Sądzie Ostatecznym.

Środowisko powinno jednak eliminować osoby z podejrzeniami przeprowadzenia transakcji na szkodę Skarbu Państwa, zwłaszcza gdy do wiarygodność danej osoby i zarządzanego przez nią podmiotu pojawiają się kolejne podejrzenia, a publiczne rekomendacje wydawane przez ów podmiot świadczą co najmniej o braku wiedzy na temat wyceny spółek.

Jacek Socha najwyraźniej próbuje kontynuować mega-deal Eureko, zaprasza panią Alicję do współpracy i oczywiście nie zauważa nic podejrzanego w transakcji CA IB z PZU (chyba, że zauważa, ale się nie pochwalił wnioskami złożonymi do prokuratury).

## Wartość PKO BP

Mając na uwadze regulacje prawne dotyczące sporządzania rekomendacji przytoczę opinię znanych mi inwestorów. Uważają, iż biorąc pod uwagę ceny innych banków na giełdzie wartość PKO BP wynosi 40 PLN. Taka relacja cen oddaje godziwą wartość PKO BP. Podzielim w pełni wycenę.

Wycena dotyczy obecnych cen banków na giełdzie, jeśli przyjąć wzrost cen banków detalicznych operujących na krajowym rynku to wartość PKO BP powinna być analogicznie zwiększona. W przybliżeniu godziwa wartość PKO BP to 40 PLN +/- zmiana indeksu WIG Banki.

Regulacje dotyczące sporządzania bezpłatnych raportów weszły w życie po ofercie HOOP SA. Wówczas KPWiG ganiła praktykę sporządzania raportów krytykujących spółkę wchodzącą na giełdę. Raporty oferujących wyceniały HOOP S.A. znacznie powyżej ceny z oferty (był to CA IB, także DI BRE Banku, JPMorgan). Jeden raport niezależny (mojego autorstwa), który spowodował przesunięcie emisji, wycenił akcje HOOP S.A. według ich wartości księgowej. Raport uważał za nieuzasadnione wyceny, które były kilkakrotnie wyższe od wartości księgowej spółki. Obecna wartość HOOP S.A. oscyluje wokół wartości księgowej jednej akcji. Osoby, które uwierzyły raportom CA IB i DI BRE Banku i zapłaciły za akcje cenę 4-krotnie wyższą od wartości księgowej najwyraźniej straciły. Patrz wykres HOOP SA. <http://polandsecurities.com/hoop-vs-wig.jpeg>

## Dygresja na temat TVN

Obecnie takie spółki jak CA IB, BRE Bank, JPMorgan mają związek z ofertą sprzedaży akcji TVN S.A. Właściciele ITI Holdings, w tym BRE Bank, otrzymają wpływy z oferty sprzedaży akcji TVN.

Równocześnie, założycielom ITI, jak i finansowym akcjonariuszom ITI, zależy na wycenie TVN – głównego aktywa ITI. Nie tylko posiadają akcje TVN i ITI, ale i zadłużenie... TVN i ITI.

Bankructwo TVN odbiłoby się na portfelach kilku „zaprzyjaźnionych” podmiotów łączną stratą kilku miliardów złotych – papierowa wycena akcji TVN, ITI i zadłużenia obu spółek. Dlatego należy powiedzieć, że akcje TVN były sprzedawane w ofercie publicznej albo „przekładane z kieszeni do kieszeni”. Najpewniej, niesprzyjające okoliczności, czyli brak popytu ze strony publiczności, prowadziły do zakupu akcji przez podmioty zaprzyjaźnione ze sprzedającymi akcje. Przełożenie akcji z kieszeni do kieszeni nic nie kosztuje, a daje możliwość ustalenia dowolnej „rynkowej” ceny. Ze względu na wyższą konieczność (potrzeba „odpowiedniej” wyceny TVN) cały czas drobni inwestorzy (którzy najlepiej odpowiedzieli na ofertę TVN) mają szansę na wyjście z inwestycji. Więcej o TVN <http://polandsecurities.com/tvn-ipo/tvn.pdf>

Należy pamiętać, iż bańki mydlane ładnie pęcznieją, lecz później efektownie pękają. Właśnie „publiczność”, a nie instytucje finansowe najłatwiej nabierają się na mydliny wypełnione powietrzem. Bardzo często takie mydliny są szeroko reklamowane w mediach podczas oferty publicznej.

Dla ścisłości należy przypomnieć, iż Hoop sprzedawany w ofercie po 21 złotych na pierwszych sesjach osiągnął wartość 35 złotych, a na CETO (to znacznie wcześniej) był notowany na pierwszych sesjach nawet po 100 złotych!, obecny kurs Hoop SA to ok. 9 złotych.

Ciekawostka z ostatnich dni, związana z portfelem BRE Banku to zapowiedź słabych wyników przez BRE Banku w IV kwartale 2004. Raczej po ożywieniu gospodarczym należałoby spodziewać się znacznej poprawy portfela kredytowego i wartości inwestycji kapitałowych. Taka zapowiedź najlepiej świadczy o skarbach, jakie posiadał BRE Bank. Swoją drogą termin urealnienia wartości aktywów to rzecz najzwyczajniej dziwna. Wydawałoby się, iż aktywa są na bieżąco monitorowane (prawo bankowe, ale i ogólne zasady księgowości), bo jakżeby inaczej. Jeśli te aktywa straciły swoją godziwą wartość w innym kwartale to ówczesne wyniki byłyby delikatnie mówiąc mało prawdziwe. Czyli aktywa BRE Banku tracą znacząco na wartości w chwili ożywienia?

Jarosław Supłacz

29.12.2004

© POLANDSECURITIES.COM

Adres Redakcji i Wydawcy:  
ul. Szarych Szeregów 18/20, 09-409 Płock  
Redaktor naczelny i Wydawca:  
Jarosław Supłacz  
Miejsce i data wydania:  
Płock, 29.12.2004