



analitik: Łukasz Wójcik

data sporządzenia: 06.03.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>34,84</b>	<b>43 550,0</b>	<b>70,57%</b>	<b>61 415,8</b>	<b>15,2</b>	<b>1,35</b>

PKO Bank Polski jest największym, uniwersalnym bankiem komercyjnym w Polsce. Lider pod względem wartości aktywów, wolumenu depozytów, kredytów, liczby kont osobistych i kart bankomatowych. Dysponuje największą siecią własnych placówek i bankomatów. Swoje usługi oferuje głównie klientom detalicznym, ale również jest ważnym

Wyniki kwartalne (mln zł)	Q4' 15	Q1' 16	Q2'16	Q3'16	Q4'16
<b>Wynik odsetkowy</b>	<b>1 856,4</b>	<b>1 853,2</b>	<b>1 909,3</b>	<b>1 971,5</b>	<b>2 020,8</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>-0,50%</i>	<i>10,90%</i>	<i>13,40%</i>	<i>8,44%</i>	<i>8,86%</i>
<b>Wynik prowizyjny</b>	<b>693,6</b>	<b>635,5</b>	<b>666,6</b>	<b>686,3</b>	<b>705,1</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>-3,40%</i>	<i>-6,40%</i>	<i>-12,00%</i>	<i>-4,75%</i>	<i>1,66%</i>
<b>Koszty ogółem</b>	<b>1924,0</b>	<b>1360,5</b>	<b>1396,0</b>	<b>1377,9</b>	<b>1456,0</b>
<i>dynamika r/r</i>		<i>-3,15%</i>	<i>1,73%</i>	<i>3,17%</i>	<i>-24,32%</i>
<b>Saldo rezerw</b>	<b>-365,0</b>	<b>-382,2</b>	<b>-400,2</b>	<b>-419,2</b>	<b>-421,2</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>-19,25%</i>	<i>2,30%</i>	<i>6,69%</i>	<i>15,71%</i>	<i>15,40%</i>
<b>Zysk netto</b>	<b>444,3</b>	<b>638,6</b>	<b>873,6</b>	<b>768,5</b>	<b>593,3</b>
	<i>-38,5%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>25,3%</i>	<i>-5,74%</i>	<i>33,54%</i>
<b>ROE</b>	<b>9,00%</b>	<b>8,80%</b>	<b>9,17%</b>	<b>8,80%</b>	<b>9,67%</b>

## Komentarz do wyników

Przed rozpoczęciem poniedziałkowej sesji swoje wyniki opublikował Bank PKO BP. Według przedstawionego raportu zysk netto w ostatnim kwartale 2016 roku wyniósł 593 mln zł, co oznacza wzrost o 34% względem analogicznego okresu ubiegłego roku. Jednocześnie wynik okazał się nieznacznie gorszy od oczekiwań rynku – konsensus PAP zakładał wypracowanie 611 mln zł.

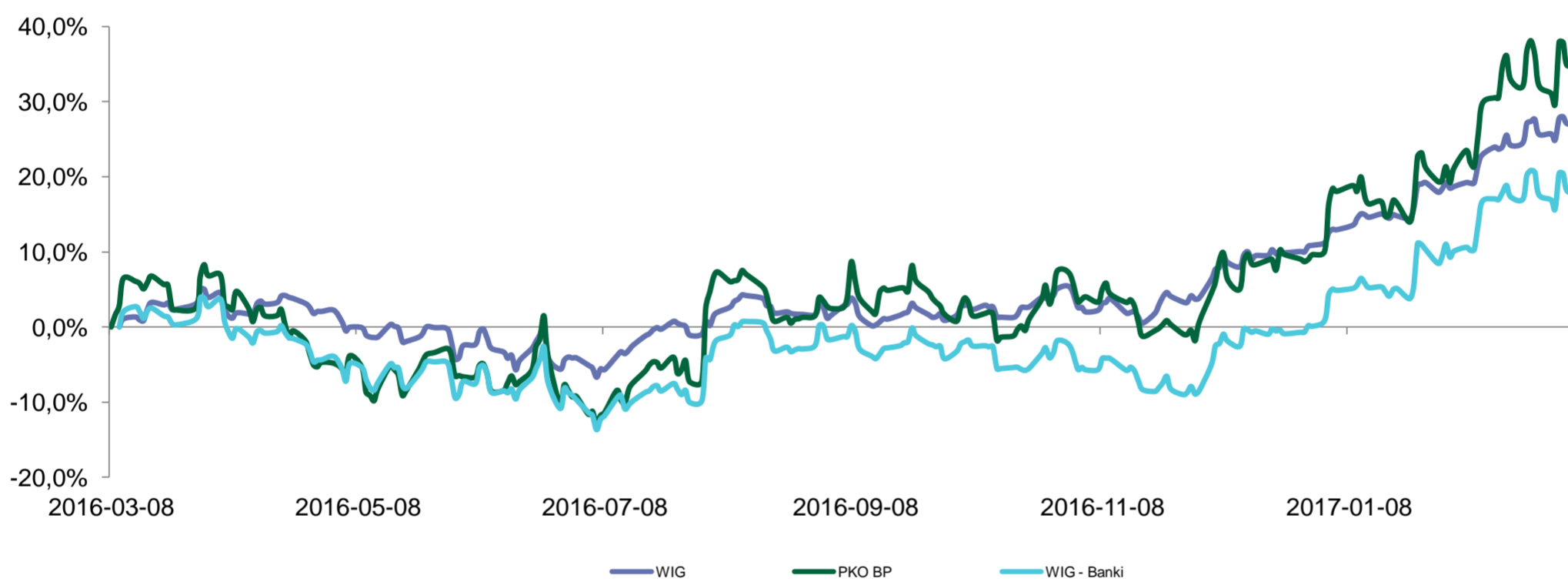
W IV kwartale 2016 roku wynik odsetkowy Banku wyniósł 2 020,8 mln zł, co oznacza wzrost o 9% r/r oraz 3% k/k (zgodnie z oczekiwaniami rynku). Do wyniku pozytywnie kontrybuował wzrost przychodów odsetkowych do 2 594 mln zł z 2 436 mln w IVQ 2015 (+6% r/r) oraz nieznaczny spadek kosztów odsetkowych (-1% r/r). Dalszy spadek kosztów finansowania był możliwy dzięki wygaśnięciu długoterminowych wysokooprocentowanych lokat i niższych kosztów finansowania zewnętrznego. Na koniec roku marża odsetkowa wzrosła o ok. 0,2 p.p. do poziomu 3,2%. Warto zauważyć, że w tym samym czasie WIBOR3M spadł z 1,73% do 1,72%. Wynik z tytułu prowizji i opłat wyniósł 705 mln zł, wobec 694 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku (+2% r/r). Wynik był zgodny z szacunkami rynku, który zakładał wypracowanie na tym poziomie 699,8 mln zł. Bank zanotował spadek wyniku na poziomie działalności handlowej ze względu na stratę z tytułu utrzymywania instrumentów finansowych wycenianych do wartości godziwej oraz znaczny spadek wyniku na inwestycyjnych papierach wartościowych (na koniec 2016 roku nastąpił znaczny wzrost rentowności obligacji skarbowych w relacji do ostatniego kwartału 2015). W efekcie wynik na działalności handlowej spadł o 5% do 144,1 ml zł. W IVQ 2016 roku nastąpił istotny spadek kosztów administracyjnych (-24% r/r) na co wpływ miała wysoka baza z IVQ 2015 (opłata BFG w ramach funduszu ochrony środków gwarantowanych w wysokości 337,9 mln PLN oraz opłata na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców wynosząca 142,0 mln PLN). Po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych koszty wzrosły o 0,6% r/r co było determinowane przez wzrost kosztów świadczeń pracowniczych przy spadku kosztów rzeczowych oraz amortyzacji. W efekcie wskaźnik kosztów do dochodów (po wyłączeniu kosztów jednorazowych z IVQ 2015 oraz podatku bankowego) znalazł się na poziomie 49,9% wobec 51,7% na koniec 2015. Na zakończenie 2016 saldo rezerw wyniosło 421 mln zł co oznacza wzrost o 15% w relacji do grudnia 2015, pomimo tego wskaźnik kredytów z rozpoznaną utratą wartości spadł o 0,7 p.p do 5,9% (6,6% na koniec IVQ 2015). Koszty ryzyka wyniosły 75 pb. i były zbliżone do poziomu z ubiegłego roku. Po zakończeniu roku łączny współczynnik kapitałowy był na poziomie 15,81 proc., a współczynnik kapitału podstawowego 14,51% (zgodnie z decyzją regulatora minimalny wskaźnik Tier1 umożliwiający przeznaczenie do 50% zysku na dywidendę to 14,62%).



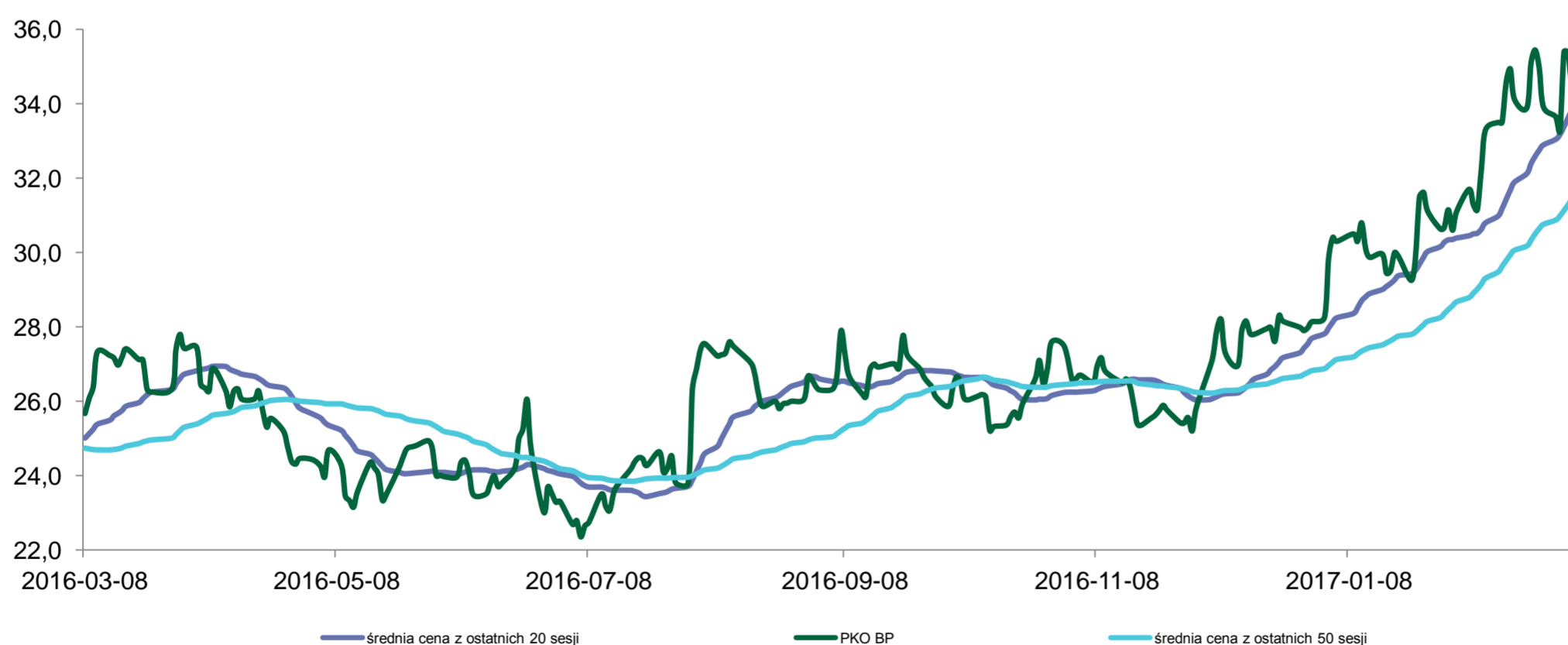
## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

**Przedstawione wyniki oceniamy neutralnie.** Wyniki na poszczególnych liniach były zgodne z prognozami rynku. Pozytywnym aspektem w całym 2016 jest poprawa wyniku odsetkowego o 726,2 mln PLN tj. o 10,3% r/r determinowana wzrostem przychodów związanym z przyrostem portfela kredytowego i papierów wartościowych oraz istotnym ograniczeniem kosztów finansowania. **Według zarządu, Bank będzie w stanie nadal poprawiać wynik odsetkowy dzięki sprzyjającemu otoczeniu makroekonomicznemu.** W tej sytuacji, utrzymywanie pozytywnego nastawienia jest tym bardziej zasadne, szczególnie biorąc pod uwagę mocną wrażliwość Banku na zmiany rynkowych stóp procentowych (wzrost krótkoterminowych stóp procentowych o 100 p.b. przekłada się na zmianę marży odsetkowej o ok. 35-40 p.b.). Zarząd poinformował ponadto, że będzie starał się spełnić wymogi kapitałowe niezbędne do wypłaty dywidendy za 2016.

## PKO BP vs WIG vs WIG - Banki



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.anio1@bgzbnpparibas.pl">adam.anio1@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego	telefon	adres email
<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

	Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="https://makler.bmbgz.pl/">https://makler.bmbgz.pl/</a>
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="https://emisja.bmbgz.pl/">https://emisja.bmbgz.pl/</a>

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt.



Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)