



analityk: Łukasz Wójcik

data sporządzenia: 10.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Średnia dzienna wartość obrotów (mln zł)	P/E	P/BV
142,70	37 454,5	59,87%	134,64	18,21	1,64

Bank Pekao SA jest jedną z największych instytucji finansowych Europy Środkowo-Wschodniej. Biorąc pod uwagę siłę kapitałową mierzoną współczynnikiem wypłacalności, Bank Pekao jest liderem wśród dużych banków w Polsce i jedną z najsilniejszych kapitałowo instytucji finansowych w Europie. Bank Pekao S.A. dysponuje siecią około 1000 oddziałów w całym kraju. W grupie kapitałowej Pekao znajdują się również największe w Polsce Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych, fundusz emerytalny, dwa wiodące na polskim rynku domy maklerskie, oraz spółki zajmujące się leasingiem i faktoringiem.

Wyniki kwartalne (mln zł)	Q1' 16	Q2' 16	Q3'16	Q4'16	Q1'17
Wynik odsetkowy	1 069,7	1 082,0	1 117,5	1 112,8	1 115,0
<i>dynamika k/k</i>		1,15%	3,28%	-0,42%	0,20%
Wynik prowizyjny	562,2	619,0	597,0	612,4	573,5
<i>dynamika k/k</i>		10,10%	-3,55%	2,58%	-6,35%
Koszty operacyjne	960,4	997,1	981,0	876,7	995,5
<i>dynamika k/k</i>		3,82%	-1,61%	-10,63%	13,55%
Saldo rezerw	-129,4	-131,2	-133,9	-106,2	-115,1
<i>dynamika k/k</i>		1,39%	2,06%	-20,69%	8,38%
Zysk netto	573,4	690,5	520,7	494,7	349,7
<i>dynamika k/k</i>		20,4%	-24,6%	-5,0%	-29,3%
ROE	9,70%	11,70%	9,30%	8,70%	6,10%

Komentarz do wyników

W dniu 10 05 2017 swoje wyniki opublikował Bank Pekao S.A. Według przedstawionego raportu zysk netto za I kwartał wyniósł 349,7 mln zł, wobec 573 mln zł rok wcześniej. Wynik netto był wyższy od konsensusu rynkowego o 7%, który zakładał wypracowanie 327 mln zł.

Przychody odsetkowe w I kwartale wyniosły 1,374 mld zł, co oznacza wzrost o 1,6% w relacji do zeszłego roku. Jednocześnie koszty finansowania spadły o 8,3%, co w efekcie doprowadziło do wzrostu wyniku odsetkowego o 4,2% w relacji do analogicznego okresu ubiegłego roku. Marża odsetkowa (do średnich aktywów) spadła o 4 p.b. do poziomu 2,60%.

Wynik z tytułu opłat i prowizji ukształtował się na poziomie 537 mln zł, co oznacza wzrost o 2% r/r. Wynik przewyższył oczekiwania analityków o blisko 20%, które zakładały rezultat pomiędzy 465 mln zł a 501 mln zł. Pozytywny wpływ na wynik miało przeksięgowanie części przychodów związanych z działalnością walutową do wyniku prowizyjnego, co skutkowało powiększeniem przychodów z opłat o blisko 99 mln zł (wcześniej opłaty z tego tytułu były wykazywane w działalności handlowej). Niemniej jednak Bank odnotował wzrost dynamik we wszystkich komponentach wyniku prowizyjnego, poza związanymi z działalnością kredytową (+6,4% r/r działalność kartowa, +7,4% r/r marże na transakcjach walutowych, +8,7% r/r obsługa funduszy inwestycyjnych, -5,8% działalność kredytowa).

Dochody z działalności operacyjnej Grupy osiągnięte w I kwartale 2017 r. wyniosły 1 744,4 mln zł i były nominalnie niższe o 72,9 mln zł niż w I kwartale 2016 r. głównie z powodu jednorazowego dochodu w wysokości 149,9 mln zł w 2016 r. Po drugiej stronie znalazły się koszty operacyjne, które w I kwartale wyniosły 201,2 mln zł i były wyższe o 134 mln zł (ponad 100%) niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Na znacznie wyższe koszty operacyjne miało wpływ obciążenie rocznymi kosztami w postaci składki na fundusz przymusowej restrukturyzacji banków w ramach opłat na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego w wysokości 178,4 mln zł oraz wyższy o 44,6 mln zł podatek bankowy (krótszy okres obowiązywania podatku w I kwartale 2016 roku).

Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów wyniosły w okresie pierwszego kwartału 2017 roku 115,1 mln zł. Rynek oczekiwał tymczasem o 11 proc. wyższych odpisów na poziomie 129,8 mln zł – niższe odpisy wpłynęły pozytywnie na ostateczny wynik netto.

Kredyty na koniec marca 2017 r. wyniosły 130,1 mld zł i były wyższe o 5,8 proc. niż na koniec marca 2016 r. z wolumenami kredytów detalicznych rosnącymi o 9,1 proc. r/r i wolumenami korporacyjnymi rosnącymi o 3,1 proc. r/r. Warto przy tym zaznaczyć, że Bank osiągnął rekordowy wynik na sprzedaży kredytów hipotecznych na poziomie blisko 2,5 mld zł, co zapewniło udział rynkowy na poziomie ok. 18% na koniec I kwartału 2017. Ponadto, udział rynkowy Banku Pekao S.A. w sprzedaży kredytów w ramach rządowego programu mDM wyniósł 40%.

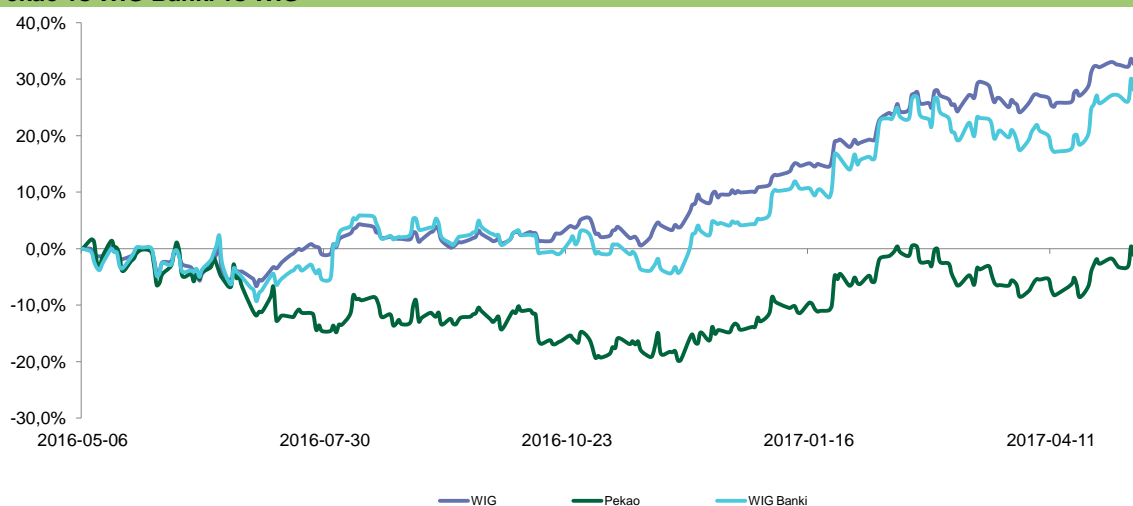


BANK BZ WBK

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Opublikowane wyniki oceniamy neutralnie. Wyższy od oczekiwań wynik to w głównej mierze zasługa zaskoczenia na wyniku prowizyjnym (przeksięgowanie przychodów walutowych) oraz niższego salda rezerw. **Z drugiej strony porównywalny zysk netto** Banku Pekao S.A., z wyłączeniem podatku od niektórych instytucji finansowych oraz kosztów składek na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego **w I kwartale 2017 r. wyniósłby 781,4 mln zł i byłby wyższy o 160,4 mln zł, tj. o 25,8% r/r** (od porównywalnego zysku netto osiągniętego w I kwartale 2016 r. z wyłączeniem wyniku ze sprzedaży wierzytelności kredytowych w 2016 roku). Po I kwartale Bank utrzymuje wysoki współczynnik wypłacalności (TCR=17,8%), co pozwala na dalszy solidny i stabilny rozwój działalności Grupy. **Nasze pozytywne nastawienie do Pekao SA wspiera dodatkowo jedna z najwyższych stóp dywidend w sektorze (DY=6%) oraz brak ekspozycji na CHF** (według doniesień prasy projekt ustawy spreadowej ma zostać przedstawiony do końca maja, co może stwarzać presję na banki z wysoką ekspozycją na franka).

Pekao vs WIG Banki vs WIG



Notowania akcji za ostatnie 12 miesięcy na tle WIG20





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

	Zlecenia na GPW i New Connect	https://makler.bmbgz.pl/
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	https://emisja.bmbgz.pl/

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. dostaw i usług



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 jakkolwiek 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 odniesienie 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 sporządzenia i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf