



analitik: Łukasz Wójcik

data sporządzenia: 28.08.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Średnia dzienna wartość obrotów (mln zł)	P/E	P/BV
36,75	45 937,5	70,57%	55,76	16,75	1,38

PKO Bank Polski jest największym i jednym z najstarszych banków w Polsce. W ostatnich latach, w warunkach rosnącej konkurencji i kryzysu finansowego umocnił pozycję krajowego lidera, zajmując wiodącą pozycję w sprzedaży kredytów, a jednocześnie stał się liderem bankowości w regionie Europy Środkowo-Wschodniej pod względem posiadanych aktywów i kapitałów oraz efektywności operacyjnej.

Wyniki kwartalne (mln zł)	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
Wynik odsetkowy	1909,3	1971,5	2020,8	2046,0	2114,0
<i>dynamika k/k</i>		<i>3,26%</i>	<i>2,50%</i>	<i>1,25%</i>	<i>3,32%</i>
Wynik prowizyjny	666,6	686,3	70531,0	710,0	733,0
<i>dynamika k/k</i>		<i>2,96%</i>	<i>10176,99%</i>	<i>-98,99%</i>	<i>3,24%</i>
Koszty operacyjne	1396,0	1377,9	1456,0	1601,0	1375,0
<i>dynamika k/k</i>		<i>-1,30%</i>	<i>5,67%</i>	<i>9,96%</i>	<i>-14,12%</i>
Saldo rezerw	-400,2	-419,2	-421,2	-391,0	-392,0
<i>dynamika k/k</i>		<i>4,75%</i>	<i>0,48%</i>	<i>-7,17%</i>	<i>0,26%</i>
Zysk netto	873,6	768,5	593,3	525,0	857,0
<i>dynamika k/k</i>		<i>-12,0%</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-11,5%</i>	<i>63,2%</i>
ROE	9,17%	8,80%	9,67%	8,60%	10,20%

Komentarz do wyników

W dniu dzisiejszym swoje wyniki kwartalne opublikował Bank PKO BP. Według przedstawionego raportu skonsolidowany zysk netto wyniósł w II kwartale 857 mln zł, wobec 873 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednocześnie, wynik był lepszy do konsensusu rynkowego, który zakładał wypracowanie 830,1 mln zł zysku.

Przewyższenie konsensusu rynkowego było możliwe dzięki dobrym wynikom na poziomie operacyjnym, nieco niższym od zakładanego saldzie rezerw oraz dodatkowym dochodom (rozpoznanie przychodów dotyczących zakończonej inwestycji Neptun Park w kwocie około 70 mln PLN, realizowanej przez spółkę zależną Qualia Development). W II kwartale wynik odsetkowy Banku wzrósł do 2114 mln zł z 1909 mln zł rok wcześniej (+10,7% r/r oraz +3,3% k/k). Poprawa wyniku odsetkowego determinowana była wzrostem przychodów związanym z przyrostem portfela kredytowego zarówno po stronie kredytów gospodarczych, mieszkaniowych i konsumpcyjnych, portfela należności leasingowych, a także wzrostu przychodów z tytułu papierów wartościowych, który był determinowany wzrostem średniego wolumenu papierów wartościowych (głównie obligacji Skarbu Państwa). W sumie przychody odsetkowe wzrosły o 9,5% r/r, przy towarzyszącym wzroście kosztów odsetkowych o 5,8% r/r.

Podobne dynamiki odnotował wynik prowizyjny Banku, który w skali roku wzrósł o 9,9% (+3,2% k/k). Poziom wyniku prowizyjnego był w głównej mierze uzyskany poprzez: fundusze inwestycyjne i działalność maklerska (+25% r/r), wzrost wyniku z tytułu kart płatniczych, uzyskanego dzięki większej liczbie kart oraz wyższej transakcyjności bezgotówkowej (+10,2% r/r), wzrost prowizji z tytułu oferowania produktów ubezpieczeniowych, głównie w efekcie wzrostu sprzedaży produktów ubezpieczeniowych, w tym sprzedawanych z leasingiem (+13,4% r/r). Spadek wyniku kwartalnego na poziomie „pozostały” był efektem wysokiej bazy – w czerwcu 2016 roku nastąpiło rozliczenie transakcji VISA Europe, która wpłynęła na wynik w wysokości 418 mln zł. Efekt wzrostu wyniku „pozostały” w ujęciu kwartalnym to z kolei efekt zaksięgowania zakończenia realizacji projektu deweloperskiego i rozpoczęciem przekazywania lokali klientom w jednej ze spółek Grupy Kapitałowej – Qualia Development (wpływ ok. 70 mln zł) oraz rozwoju działalności spółek ubezpieczeniowych (PKO Życie Towarzystwo Ubezpieczeń oraz PKO Towarzystwo Ubezpieczeń) i wyższej kontrybucji działalności leasingowej. Po drugiej stronie znalazły się koszty administracyjne, które w relacji do I kwartału spadły o 12% (wpływ rocznego rozliczenia składki BFG w I kwartale 2017).

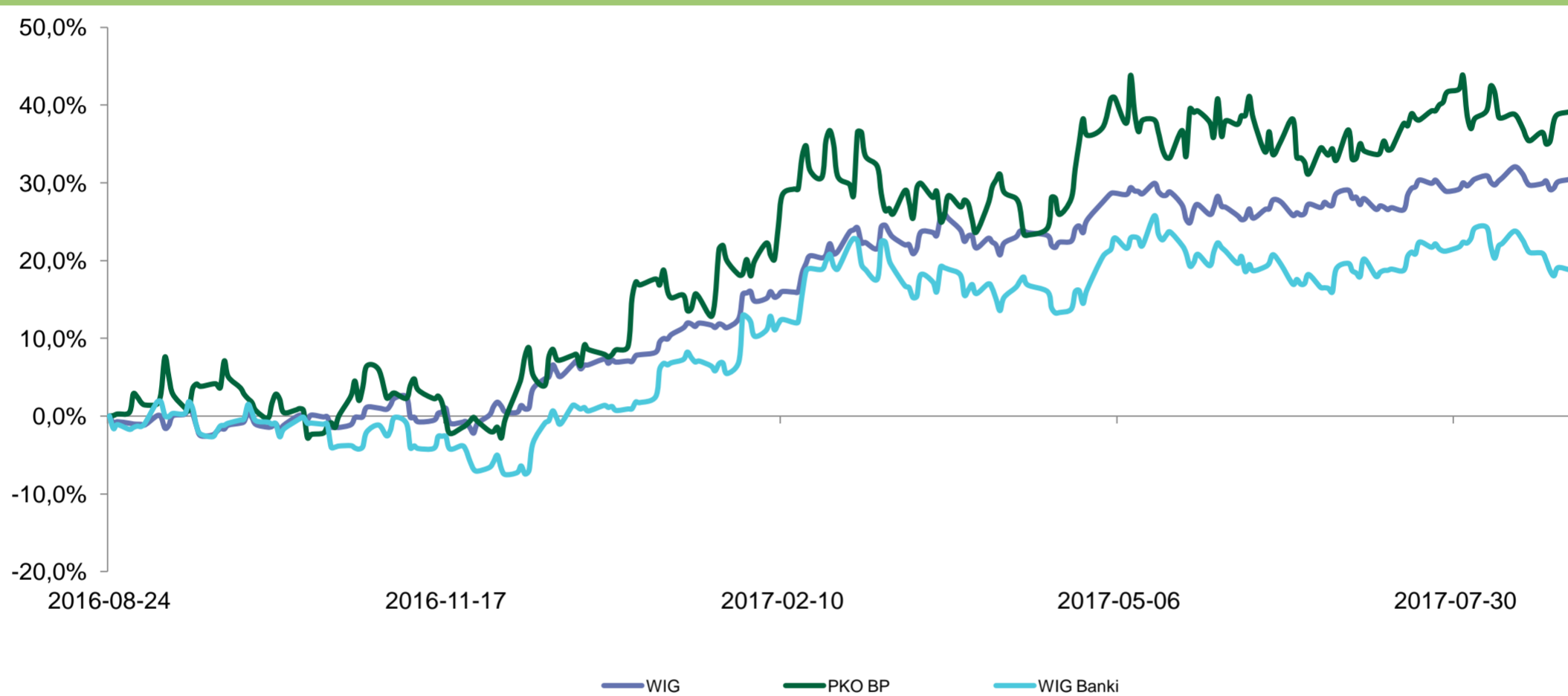
Efektywność działania mierzona wskaźnikiem C/I (koszty do dochodów) w ujęciu rocznym spadła do poziomu 43,9% z 44,4% rok wcześniej. Na koniec II kwartału saldo rezerw wyniosło 392 ml zł, wobec 400 mln rok wcześniej. Odpisy spadły więc o 2% r/r i pozostały na poziomie z I kwartału 2017 roku. Konsensus rynkowy wskazywał saldo rezerw na poziomie 404,7 mln zł. W porównaniu do I kwartału 2017 roku koszt ryzyka w ujęciu kwartalnym spadły o 3 pb do poziomu 71 pb. Łączny współczynnik kapitałowy pod koniec czerwca 2017 roku wynosił 16,85 proc., podczas gdy rok wcześniej 15,21 proc. W II kwartale Bank kontynuował stabilny wzrost skali działalności – na koniec czerwca 2017 kredyty klientów wynosiły w sumie 212,7 mld zł, wobec 200 mld rok wcześniej (+6% r/r), podczas gdy saldo depozytów wzrosło o 7,9 mld zł do 207,2 mld zł (+3,9% r/r).



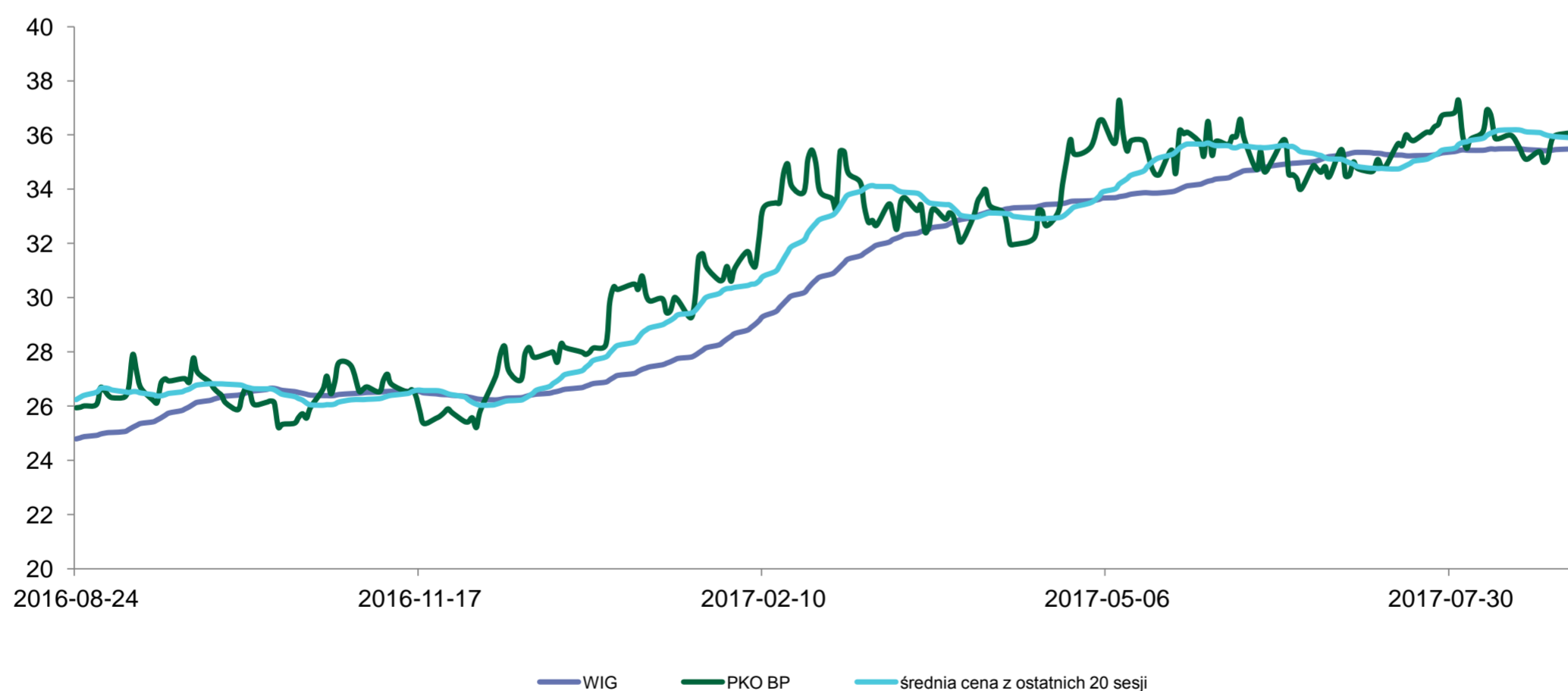
Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Zaprezentowane wyniki oceniamy **pozytywnie**. Bank pokazał dobre wyniki na podstawowej działalności operacyjnej, zarówno na linii wyniku odsetkowego, jak i prowizyjnego. Według informacji przedstawionych na konferencji spółki, zarząd spodziewa się, że wynik w 2017 roku będzie wyższy niż osiągnięty w 2016, nawet pomimo jednorazowej transakcji VISA z ubiegłego roku. Jednocześnie zarząd podtrzymał oczekiwania dotyczące dynamiki wzrostu wyników w całym 2017 roku. Według prezesa wynik odsetkowy i prowizyjny wzrosnie w wysokim tempie jednocyfrowym lub niskim tempie dwucyfrowym. Uważamy, że po wynikach za II kwartał możliwe jest nieznaczne podniesienie konsensusu zysku netto na cały 2017 rok.

PKO BP 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
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 50 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@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

bmbgz.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmbgz.net

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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest poniżej 0%.

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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ 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